

Cuvânt-înainte al coordonatorului volumului de politică monetară din cadrul proiectului BNR „Aniversar 140 de ani“

Acest volum de politică monetară face parte din suita de lucrări dedicate omagierii a 140 de ani de existență a Băncii Naționale a României și reunește studii elaborate de-a lungul anilor de către următorii autori (în ordine alfabetică): Dorina Antohi, Gabriel Bistriceanu, Cătălin Bodea, Andreea Botezatu, Cezar Boțel, Horia Braun, Silviu Cerna, Adrian Ionuț Codirlaşu, Mihai Copaciu, Lucian Croitoru, Daniel Dăianu, Raluca Enache, Anca Gălățescu, Tudor Grosu, Elena Iorga, Valentin Lazea, Bogdan Murarașu, Cristian Popa, Răzvan Radu, Surica Rosentuler, Wilhelm Salater, Daniela Ruxandra Sasu, Tatiana Stere, Anca Stoian, Ioana Udrea.

Dorina Antohi

Opiniile prezentate în acest volum aparțin în întregime autorilor și nu reprezintă în mod necesar poziția Băncii Naționale a României.

Prefață

Cartea de față reprezintă o colecție de studii scrise în perioada 1993–2021 de economiști care au lucrat sau încă lucrează la Banca Națională a României. Mai precis, volumul conține 14 astfel de studii. Șapte dintre ele au fost scrise în engleză sau au fost traduse în engleză și alcătuiesc cea mai mare parte dintr-o altă carte, care se deosebește de prezenta prin aceea că include alte două studii care nu sunt incluse în cea de față și nu include câteva din cele scrise în română și care sunt cuprinse în această carte. Am avut onoarea de a mi se cere să scriu prefețele pentru ambele lucrări. Din acest motiv, prefața de la volumul de față se deosebește față de cea scrisă pentru cartea în limba engleză prin aceea că nu face referire la cele două studii pe care le conține doar ediția în limba engleză a cărții, dar este mai extinsă prin aceea că face referire la toate studiile care apar doar în această ediție. În concluzie, cele două prefețe au în bună măsură un conținut identic.

Prin prisma temelor pe care le cuprind, cele două cărți nu sunt diferite. Ambele conțin studii care se referă la un set comun de probleme: (i) arieratele între întreprinderi în perioada de început a tranziției; (ii) evoluțiile monetare, multiplicarea banilor și impactul lor asupra inflației; (iii) procesele de transmisie (*pass-through*) ale variațiilor cursului de schimb asupra inflației și ale modificărilor ratelor dobânzii de pe piața monetară interbancară asupra ratelor dobânzilor la depozitele și creditele clienților nebancri; (iv) regimul de țintire directă a inflației; și, în fine, (v) politici monetare neconvenționale dezvoltate mai ales de băncile centrale din țările dezvoltate după criza financiară din 2008 (cu excepția băncii centrale din Japonia, care le dezvoltase încă din anii 1990).

Este probabil util să încep prezentarea acestei cărți prin referirea la arieratele între întreprinderi, chiar dacă studiul *Arieratele inter-întreprinderi în economia în tranziție* (Daniel Dăianu), publicat inițial în 1993, nu ar fi fost primul capitol al cărții. Această temă îmi dă prilejul să amintesc unele trăsături ale economiei românești de care politica monetară

a trebuit să țină cont pentru mulți ani. Arieratele între întreprinderi sunt o formă de credit comercial (distinct de creditul bancar), și anume, acel credit comercial care nu a fost rambursat la timpul promis. Creditul comercial este normal în economia de piață. Din perspectiva ofertei, creditul comercial reflectă unele imperfecțiuni ale pieței de bunuri, fiind acordat pentru a crește vânzările, a învinge concurența și/sau a fideliza clienții. Pe partea de cerere, el este o alegere atunci când, din cauza unor imperfecțiuni ale pieței creditului, este mai ieftin decât creditul bancar sau alte forme de credit pentru derularea afacerilor. În unele economii, creditul comercial este chiar mai mare decât creditul bancar. De exemplu, în SUA, unde piața de capital are o pondere mult mai mare decât piața bancară, creditul comercial depășește semnificativ creditul bancar.

Arieratele între întreprinderi referitoare la acest credit comercial constituie, de asemenea, o trăsătură a economiilor de piață. Perioada cu care maturitatea promisă este depășită este însă relativ mică, iar unele studii arată că, în general, acestea au o medie de întârziere care oscilează în jurul valorii de 30 de zile. Arieratele între întreprinderi în România au avut însă întârzieri mult mai mari, iar magnitudinea lor a fost relativ mare, comparativ cu unele economii de piață dezvoltate sau cu țări ca Polonia, Cehia și Ungaria în prima jumătate a anilor 1990, când economia noastră era departe de a fi o economie de piață. Această particularitate a fost generată de mai mulți factori (dintre care unii comuni țărilor în tranziție, pe larg evidențiați în literatura internațională dedicată fenomenului arieraților în anii 1990), care au acționat concomitent, între care: o planificare centralizată comparativ mai severă și un rol aproape nul pentru prețuri în alocarea resurselor înainte de 1989 și, în consecință lipsa acută a experienței managerilor de a opera într-un sistem de piață, unde prețurile au principalul rol informațional; reformele instituționale lente și neconduse de principii, ceea ce a creat incertitudine referitor la privatizare și la disciplina de plăți; liberalizarea necesară a prețurilor și incertitudinile referitoare la politicile macroeconomice imediat după renunțarea la planificarea centralizată, inclusiv politica referitoare la compensarea valorii nete a arieraților; menținerea de restricții financiare slabe (în sensul definit de János Kornay) pentru asigurarea ocupării forței de muncă în întreprinderi neviabile. Toate aceste aspecte au influențat politica monetară, erodându-i eficacitatea în combaterea inflației, pentru că arieratele între întreprinderi au fost văzute și ca o formă de bani în afara controlului băncii centrale. În România, aspectele referitoare la impactul arieraților între întreprinderi asupra banilor a primit atenție într-un număr limitat de studii, între care cele elaborate de Daniel Dăianu (studiul menționat mai sus, preluat în această carte, 1993), Emilian Dobrescu („Viteza de circulație a banilor într-o economie în tranziție: cazul României“, comunicare prezentată la Institutul de Economie a Industriei, 17 iunie 1994), Croitoru (*Politica de*

stabilizare și impunerea restricțiilor financiare tari într-o economie în tranziție, Oeconomica nr. 1/1994) și Cristian Popa (“Dynamics of Inter Enterprise Arrears In Romania’s Transition: A Microeconomic Approach”, *Romanian Economic Review*, No.1/1997). În timp ce au permis unor întreprinderi să supraviețuiască, arieratele au modificat artificial, din cauzele menționate, structura dintre active și pasive a bilanțurilor, alterând valoarea de piață a unor întreprinderi viabile. În carte, unele dintre aceste aspecte sunt discutate în detaliu în studiul dedicat acestui subiect, cu accent deosebit pe ceea ce Daniel Dăianu numește „încordare structurală”.

România a început tranziția la economia de piață în 1990. În acea perioadă, politicile monetare ale băncilor centrale din țările dezvoltate începeau tranziția către o nouă strategie de politică monetară, și anume, țintirea inflației. Prima țară care a adoptat noua strategie, renunțând la țintirea agregatelor monetare ca mijloc indirect de a controla inflația, a fost Noua Zeelandă. Totuși, multe țări au continuat să controleze agregatele monetare. Pentru România, chiar și această practică reprezenta, la acea dată, o provocare, căci sistemul de prețuri abia începea să fie gradual liberalizat, iar economisirile forțate generate în perioada comunistă duseseră la acumularea unui stoc monetar neacoperit în mărfuri. Pentru politica monetară românească, provocarea a fost aceea de a trece la controlul bazei monetare în timp ce liberalizarea prețurilor eroda în termeni reali stocul de bani.

În consecință, politica monetară a fost condusă, până în august 2005, în mare măsură, în lumina filozofiei monetariste a controlului cantității de bani. În numeroasele acorduri cu FMI, programul monetar a ocupat un loc important. Chiar dacă au trecut treptat la noua strategie, băncile centrale nu au renunțat niciodată sau cel puțin nu au renunțat într-o mare măsură la analiza monetară, care este capabilă să ofere informații importante pentru procesul de conducere a politicii monetare. Astfel, a existat în interiorul BNR o preocupare permanentă și deloc separată de practicile din alte bănci centrale pentru înțelegerea profundă a unor probleme referitoare la capacitatea politicii monetare de a stabiliza prețurile utilizând controlul agregatelor monetare.

Cred că această cercetare s-a desfășurat în trei direcții: (i) înțelegerea transmisiei monetare prin studierea transmiterii impulsurilor monetare asupra variabilelor financiare și, mai departe, prin studierea conexiunii sectorului financiar cu sectorul firmelor (economia reală); (ii) utilizarea de tehnici econometrice pentru a măsura corelația dintre, pe de o parte, evoluțiile masei monetare și ale diverselor sale componente și, pe de altă parte, inflație și activitatea economică; și, în fine, a treia direcție, și anume, (iii) separarea influențelor monetare asupra inflației venite de la baza monetară (politica monetară) și de la sectorul bancar și real.

Referitor la prima direcție de cercetare, în carte există un studiu intitulat *Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România* (Dorina

Antohi, Ioana Udrea, Horia Braun), publicat inițial în 2002, în care se arată că, în perioada studiată (până în 2002), politica monetară influența direct ratele dobânzilor la depozitele din sistemul bancar prin intermediul ratelor dobânzilor la operațiunile de sterilizare, dar nu influența direct ratele dobânzilor la credite, care depindeau de dobânzile la depozite. Concluziile acestea sunt obținute cu o regresie utilizând un mecanism de corectare a erorilor pentru o perioadă relativ scurtă de timp, fapt de care cititorul trebuie să fie conștient.

În același timp, analiza calitativă din studiu arată că formarea canalelor tradiționale de transmisie reprezentate de rata dobânzii și de credit erau incipiente, din cauza slabei intermedierei financiare, dar păreau să se revigoreze după anul 2000 și să înceapă să fie acompaniate de apariția efectului de bilanț. De aceea, principalele canale prin care autoritatea monetară influența comportamentele erau cele ale cursului de schimb și ale intervențiilor pe piața valutară. Voi discuta mai târziu ce rol au în prezent canalele ratei dobânzii și al creditului.

Cealaltă direcție de cercetare pe care am menționat-o mai sus se referă, reamintesc, la utilizarea de tehnici econometrice pentru a măsura corelația dintre evoluțiile masei monetare, inflație și activitatea economică. În carte, este prezentat un amplu studiu care se intitulează *Evoluții monetare în economia românească: determinanți și implicații* (Dorina Antohi, Tatiana Stere, Ioana Udrea, Gabriel Bistriceanu, Andreea Botezatu), publicat inițial în iulie 2007, ce acoperă perioada 2000–2006. Acest studiu este, din câte știu, ultimul de o asemenea amploare și pare realizat și cu scopul neafirmat de a marca încheierea unei etape (să-i spunem monetaristă) în conducerea politicii monetare și trecerea la țintirea inflației, care este de esență neo-keynesistă, denumire care ar fi putut foarte bine să fie *the new-neoclassical* (așa cum au sugerat, în 1997, Marvin Goodfriend și Robert King), unde monetarismul aparține cu drepturi depline. Concluzia studiului este aceea că transformările structurale și instituționale din perioada de tranziție și cea de pre-aderare la UE și un proces global de accelerare a creditului au dus la o dinamizare a cererii de bani în România. Cititorul poate găsi multe evoluții referitoare la credit în România, în lei sau în valută, la companii sau la populație, și explicațiile pentru aceste evoluții și rezultatul surprinzător că intermedierea financiară măsurată ca pondere a creditului privat în PIB a rămas la niveluri relativ reduse.

Ceea ce doresc să subliniez aici este că, în ciuda creșterii impresionante a cererii de bani, studiul ajunge la un rezultat cumva predictibil, și anume, că agregatele monetare nu sunt un bun precursor al inflației. Așa cum s-a întâmplat în foarte multe țări încă din anii '80, legătura dintre inflație și variabilele nominale s-a rupt și în România, din cauza progreselor în instrumentele și instituțiile financiare și în IT. Totuși, o concluzie a studiului este aceea că agregatele monetare (M1, M1 plus depozite la

vedere în valută, M2) ar putea fi precursori ai PIB, cu un *lag* de 2–7 trimestre. Ceea ce vreau să precizez este că niciun indicator nu poate fi un precursor cert. Aceasta deoarece nu se poate descoperi o cauzalitate între agregate. Așa cum spune Hayek, aceste agregate ascund multe procese. În final, niciun indicator nu este un bun precursor, deoarece, pe de o parte, economia este caleidică, iar pe de altă parte, apare efectul de modificare a semnificației (efectul observatorului), care face ca un indicator odată observat să nu mai reflecte comportamentele, ci să fie influențat de faptul că operatorii își adaptează comportamentele la evoluția lui.

Închei referirea la această cercetare amintind că, în perioada pe care o acoperă (2000–2006), au avut loc intrări masive de capitaluri străine, care au continuat în 2007 și prima parte a anului 2008. Aceste intrări de capitaluri au alimentat atât anticipațiile inflaționiste, mai ales în perioada 2006–2007, cât și aprecierea leului. Acea perioadă ne-a arătat că, în astfel de situații, politica monetară își poate pierde *de facto* principalul instrument, și anume, rata dobânzii. Anticipațiile inflaționiste cer o creștere a ratei dobânzii, iar temperarea intrărilor de capitaluri cere o reducere a ratei dobânzii, pentru a reduce diferențialul pozitiv al ratei interne a dobânzii față de dobânzile din țările de origine a capitalurilor.

În fine, pentru a încheia referirea la etapa de până la adoptarea țintirii inflației, voi discuta cea de-a treia direcție de cercetare: separarea influențelor monetare asupra inflației venite de la baza monetară (politica monetară) și de la sectorul bancar. Studiul din carte dedicat acestui scop se intitulează *Cauzele inflației în România, iunie 1997–august 2001: Analiză bazată pe vectorul autoregresiv structural* (Cezar Boțel), publicat inițial în iulie 2002. Această analiză implică referirea la multiplicatorul banilor, despre care se presupune, cu suficient temei, că reflectă comportamentul băncilor și al publicului nebanca, chiar dacă el are ca factor și rata rezervelor minime obligatorii, stabilite de banca centrală la intervale relativ mari de timp, astfel că influența sa este stabilă între momentele modificării. Astfel, în studiul menționat, multiplicatorul este calculat ca raport între agregatul M2 și baza monetară. Totuși, cei care doresc să înțeleagă cum influențează alte acțiuni ale băncii centrale (de exemplu, intervențiile pe piața valutară) modificarea multiplicatorului pot căuta aceste detalii în studiul *Evoluții monetare în economia românească: determinanți și implicații*, la care m-am referit deja.

Concluziile referitoare la cât de multă influență au exercitat acțiunile curente de politică monetară asupra inflației (inovații în baza monetară) comparativ cu comportamentele sistemului bancar în relație cu sectorul real (modificări ale multiplicatorului) sunt următoarele: pe termen lung, cei doi factori luați împreună au exercitat cea mai mare influență asupra inflației în perioada analizată (iunie 1997–august 2001), comparativ cu anticipațiile inflaționiste, cu cursul de schimb și cu modificarea prețurilor

administrare și cu diverse șocuri pe partea ofertei. Influențele exercitate de factorii monetari asupra prețurilor, cursului de schimb și a salariilor au venit aproape în întregime de la modificările multiplicatorului, adică de la banii creați de băncile comerciale. Acest rezultat este interesant dacă avem în vedere că, în perioada analizată, trei ani au fost de recesiune și doar doi de expansiune foarte moderată, sub potențial. Totuși, în opinia mea, rezultatul sprijină concluzia că sistemul bancar poate compensa o întărire a politicii monetare cu o intensitate mai mare sau mai mică, în funcție de percepțiile referitoare la risc identificate în interacțiunea cu clientela.

În continuare, mă voi referi la o serie de alte zece studii cuprinse în această carte. Acestea, cu excepția unuia dintre ele, au în comun faptul că au fost realizate după ce BNR a trecut la strategia de țintire a inflației. Studiul care face excepție se intitulează *Țintirea directă a inflației: o nouă strategie de politică monetară – cazul României* (Cristian Popa, Surica Rosentuler, Elena Iorga, Wilhelm Salater, Daniela Ruxandra Sasu, Adrian Ionuț Codirlaşu) și a fost publicat în aprilie 2002. Totuși, tema este reluată în studiul *Țintirea directă a inflației în România* (Cristian Popa, Cezar Boțel, Dorina Antohi, Ioana Udrea, Tudor Grosu, Mihai Copaciu, Anca Gălățescu), publicat în aprilie 2009, după aproape 4 ani de aplicare a strategiei de țintire a inflației.

Celelalte nouă studii au teme foarte importante din două perspective. Una dintre acestea este cea a unei politici monetare bazate pe un regim de țintire a inflației în general, într-un context în care globalizarea suferă modificări cantitative și calitative, dar care permite marilor bănci centrale ale lumii, în special Fed-ului, să exercite influențe asupra celorlalte bănci centrale ale lumii. Cealaltă perspectivă este aceea particulară a României, în care regimul țintirii inflației operează cu un regim de flotare dirijată a ratei de schimb (*inflation targeting light*), astfel că politica monetară este preocupată nu numai de inflație, ci și de potențiale episoade de volatilitate pe piața valutară, care pot influența atingerea țintei de inflație, prin procesul de trecere a variațiilor cursului de schimb în prețuri (*pass-through*) sau prin alterarea stabilității financiare.

În acest context, principalele teme ale studiilor publicate după adoptarea țintirii inflației se referă la: (i) condițiile necesare pentru adoptarea strategiei țintirii inflației, trăsăturile acesteia în România și eficiența funcționării ei; (ii) transmiterea modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară asupra ratelor dobânzilor la creditele și depozitele noi; (iii) magnitudinea și asimetriile procesului de *pass-through*; (iv) identificarea unei posibile influențe indirecte a politicilor monetare a Fed asupra politicii monetare autohtone prin intermediul legăturii dintre primele de risc la titlurile de stat emise de SUA și de România; și, în fine, (v) evoluțiile politicilor monetare după criza din 2008. După criză, necesitatea unor bănci centrale independente a fost chestionată; băncile

centrale, mai ales în țările dezvoltate, au adoptat măsuri neconvenționale, cum sunt relaxările cantitative, ghidarea prospectivă, rate negative de politică monetară și/sau controlul curbei randamentelor; unele bănci centrale, cum sunt Fed și BCE, și-au ajustat strategiile de țintire a inflației. Mă voi referi, pe rând și pe scurt, la fiecare dintre aceste teme.

Cele două studii referitoare la țintirea inflației sunt independente unul de celălalt, dar, citite în ordinea cronologică și în conexiune cu evoluțiile ce au avut loc ulterior publicării lor, oferă o imagine interesantă a progresului referitor la necesitatea absenței dominanței fiscale într-un regim eficient de țintire a inflației. Studiul publicat în anul 2002 prezintă principalele motive pentru care România nu era pregătită în anul 2002 să treacă la țintirea inflației și subliniază ce eforturi trebuiau făcute dacă obiectivul ar fi fost să fie atins cu succes. Între acele condiții, este menționată și prezența dominanței fiscale.

Totuși, în studiul publicat în 2009, dedicat prezentării în detaliu a cadrului de țintire a inflației și a succesului său în acea perioadă de aplicare de aproape 4 ani, se menționează că o „contribuție importantă la creșterea independenței *de facto* a politicii monetare și-a adus-o și restrângerea treptată a dominanței fiscale pe fondul derulării unui proces de consolidare fiscală și al creșterii coerenței *mix*-ului politicilor macroeconomice în anii premergători adoptării noii strategii. Acestea s-au concretizat atât în scăderea deficitului bugetului general consolidat, cât și în reducerea datoriei publice, precum și în ameliorarea condițiilor de finanțare și refinanțare – internă și externă – a acestora.“ Studiul elaborat în 2009 este echivalentul unei dări de seamă făcută cu mândrie de autorii studiului. Și, într-adevăr, BNR și, în particular, cei implicați în perfecționarea și aplicarea țintirii inflației aveau de ce să fie mândri. În acest fel, banca noastră centrală adoptase cea mai modernă tehnică de stabilizare a inflației și intrase în rândul lumii bune și, din această perspectivă, având în vedere că bănci centrale importante din lume ținteau explicit sau implicit inflația cu un succes destul de bun.

În retrospectivă, pot spune că unele caracteristici pe care nu le îndeplinea România în 2002 par să fie și astăzi o problemă. Dominanța fiscală este încă prezentă, dacă acceptăm că aceasta are diverse forme. Și în prezent politica fiscală exercită presiuni inflaționiste, iar conducerea ei fără ghidaj de la principii a făcut dificil pentru ea să respecte condițiile pe care le presupune regimul țintirii inflației. Restricția referitoare la echilibrul intertemporal al bugetului guvernului nu este necesarmente îndeplinită uneori. Din această cauză, în măsura în care anticipațiile sunt raționale, politica fiscală produce inflație dacă nivelul nominal al datoriei publice nu este compensat de o valoare egală a sumei valorilor prezente ale surplusurilor bugetare primare reale.

În retrospectivă, ceva îmi apare din nou ca o naivitate referitor la afirmația din 2009, că politica fiscală făcuse progrese. Entuziasmul autorilor este evident aici, căci nu și-au luat precauția de a menționa că, probabil, acea dominanță fiscală în scădere era mai degrabă promovată à *contrecoeur*, într-o perioadă în care autoritățile trebuiau să îndeplinească condițiile pentru ca România să devină membră a Uniunii Europene. Perioadele în care eficiența implementării politicii monetare a fost redusă pe ruta fiscală au fost dese, iar la momentul scrierii acestei prefețe (iunie 2022), suntem din nou într-o astfel de perioadă. Deși poate fi justificată într-o anumită măsură de pandemia de Covid-19, magnitudinea deficitelor bugetare trebuie văzută și prin prisma faptului că, înainte de pandemie, România era singura țară împotriva căreia UE declanșase procedura de deficit excesiv, la care se ajunsese după mai mulți ani de aplicare a unor politici de tipul *wage-led growth*.

Am menționat deja că în studiul *Mecanismul de transmisie a politicii monetare în România* autorii identificaseră, printr-o analiză calitativă, o tendință pozitivă referitoare la transmisia politicii monetare pe canalele ratei dobânzii și creditului, care păreau să devină relevante după 2000. Acest proces de transmisie a fost din nou analizat într-un studiu intitulat *Transmisia ratelor dobânzilor în România – estimări recente și comparații regionale* (Raluca Enache, Răzvan Radu), publicat în iulie 2015, în care sunt examinate și eventuale asimetrii ale *pass-through*-ului – pe termen lung, în raport cu caracteristicile deviațiilor de la relația de echilibru dintre variabile ori, pe termen scurt, în funcție de sensul de variație a ratei dobânzii de pe piața monetară interbancară. Rezultatele sunt interesante: pe termen lung, modificările în ratele dobânzilor de pe piața interbancară se transmit complet asupra dobânzilor la creditele noi și la depozitele la termen noi. Transmisia este simetrică, atât pe termen lung, cât și pe termen scurt, în cazul ratelor dobânzilor la creditele noi acordate societăților nefinanciare, în timp ce, pe segmentul populației, *pass through*-ul este asimetric pe termen scurt. Atât în cazul creditelor, cât și în cel al depozitelor, ratele dobânzilor se ajustează mai lent atunci când ratele dobânzilor de pe piața interbancară cresc, comparativ cu situația când acestea scad. Referitor la România, concluzia este aceea că, „pe termen scurt... ajustarea ratelor dobânzilor prezintă o anumită rigiditate, cu diferențe sensibile între categoriile de produse bancare și de clienți, ea fiind în general mai rapidă în cazul ratelor dobânzilor la creditele și depozitele societăților nefinanciare și mai lentă pe segmentul populației.“ În studiul menționat, cititorul poate găsi rezultatele și pentru Cehia, Polonia și Ungaria.

Transmiterea modificărilor cursului de schimb în prețuri (*pass-through*) a fost analizată detaliat în studiul intitulat *Analiza transmisiei modificărilor cursului de schimb nominal în variația diferiților indici de preț*

din România (Anca Stoian, Bogdan Murarășu), publicat în septembrie 2015. Informațiile obținute sunt, ca și în cazul transmisiei ratelor dobânzilor, foarte utile: pe termen lung, variațiile cursului de schimb se transmit complet în prețuri, pe ruta prețurilor de import; pe termen scurt, procesul este incomplet; de-a lungul timpului, magnitudinea transmisiei modificărilor cursului de schimb în inflație s-a redus, probabil sub presiunea competiției internaționale, a ciclului economic și a nivelului general al inflației; totuși, acest proces nu este ireversibil. Această din urmă informație este foarte utilă, mai ales în contextul actual, când inflația a crescut în aproape toate țările. Inflația înaltă s-ar putea alimenta singură prin creșterea gradului de transmitere a variațiilor cursului valutar în prețuri.

Ceea ce se întâmplă pe piața titlurilor de stat este întotdeauna important pentru politica monetară, deoarece randamentele la titlurile de stat conțin multe informații referitoare la inflație. De exemplu, una dintre cele mai credibile estimări ale inflației anticipate este dată de ceea ce se numește *break-even inflation rate*. Ea reprezintă compensația generală pentru inflație pe care o cer investitorii pentru a cumpăra titluri nominale de stat. Concret, ea se determină ca diferență între randamentul la titlurile nominale și randamentul la titlurile indexate la inflație. Această diferență se poate descompune în inflația anticipată și prima pentru a compensa riscul de inflație. Similar, randamentul unui titlu de stat nominal se poate descompune în anticipațiile referitoare la rata nominală a dobânzii pe termen scurt și în prima de risc cerută de investitori. Randamentele titlurilor de stat se modifică sub influența celor două componente.

Studiul intitulat *Estimarea primei de risc la termen incluse în randamentele titlurilor de stat* (Cătălin Bodea, Răzvan Radu), publicat inițial în iunie 2017, prezintă un model de descompunere a randamentelor în cele două componente (anticipații referitoare la rata nominală a dobânzii pe termen scurt și la prima de risc la termen). Ceea ce mă interesează să subliniez este că modelul utilizat (model de structură la termen a ratelor dobânzilor *gaussian* de tip afin, cu factori latenți) a evidențiat o corelare financiară consistentă, dar variabilă în timp, a pieței titlurilor de stat cu piețele internaționale, în particular cu cea din SUA. Descompunerea structurii la termen informează despre schimbările în percepțiile referitoare la evoluția ratelor nominale ale dobânzilor și, implicit, despre posibile reacții de politică ale Fed, reflectate inclusiv în prima de risc la bondule nominale din SUA. Corelația menționată anterior poate furniza astfel de informații, inclusiv despre posibilele efecte asupra primei de risc a titlurilor din România. Acesta este un mare avantaj. Pentru politica monetară, aceasta permite evaluarea modificării așteptărilor cu privire la evoluția randamentelor pe orizonturi mai lungi din România, putând,

implicit, să furnizeze informații despre anticipațiile inflaționiste din România. Totuși, intensitatea corelației nu este constantă, iar ea a slăbit mult odată cu deteriorarea echilibrelor fiscale interne începând cu 2016.

În fine, închei această prefață referindu-mă la studiile care adresează problemele legate de independența băncilor centrale, de politicile monetare neconvenționale și de ajustarea strategiilor de țintire a inflației.

Independența băncii centrale este o trăsătură pe care băncile centrale au dobândit-o în anii 1980–1990. Cu alte cuvinte, există o scurtă experiență în privința independenței. Această independență se referă în esență la instrumentele de politică monetară și a fost dobândită la capătul unei intense lupte teoretice dedicate demonstrării necesității unei bănci centrale, luptă ce s-a desfășurat cu intensitate începând încă din anii 1950. Din câte cunosc eu, se poate spune că bazele pentru această luptă au fost puse de Hayek, Mises și Friedman, care au privit inflația ca pe un fenomen generat de băncile centrale care acționează la presiunea guvernelor. În special pentru Hayek, care privește economia ca pe un proces evolutiv al relațiilor dintre entitățile economice, ordinea nu poate fi perturbată decât de intervenții exogene, cum ar fi inițiativa băncilor centrale de a stabili rata dobânzii sau cantitatea de bani la niveluri incompatibile cu rata naturală a dobânzii.

Această luptă teoretică pentru independența a fost finalizată în liniile ei importante atunci când Lucas (1972) a demonstrat că stabilizarea inflației are nevoie de o autoritate monetară dedicată exclusiv acestui scop, după ce Kydland și Prescott, 1977, au arătat că această autoritate trebuie să modifice instrumentul urmând reguli și, în fine, după ce Rogoff, 1985, și Walsh, 1995, au arătat că structura de guvernanta a autorității monetare trebuie să asigure independența instrumentului în raport cu factorul politic.

Câteva studii cuprinse în această carte arată că, după criza financiară din 2008, independența băncii centrale a fost atacată, motivele invocate public fiind diverse, de la cele de natură socială, trecând prin excepționalismul situațiilor, cum ar fi pandemia, și ajungând la dispariția condițiilor care au justificat independența, și anume, lipsa inflației. Capitolul care detaliază această tematică direct sau ca temă conexă altor teme centrale este intitulat *Băncile centrale în vremea pandemiei* (Silviu Cerna).

Problemele referitoare la politicile monetare neconvenționale și la ajustarea cadrelor de țintire a inflației făcute de Fed și BCE sunt discutate în câteva capitole, scrise la intervale de timp relativ mari. Două dintre aceste capitole au fost publicate inițial de BNR în mai 2013. Unul dintre aceste capitole, publicat inițial în 2010, este intitulat *Lichiditatea, atacul speculativ din octombrie 2008 și reputația băncii centrale* (Lucian Croitoru). Acel studiu a fost mult discutat în presă deoarece a încercat să explice volatilitatea excesivă a ratelor dobânzilor din octombrie 2008

prin prisma unui atac speculativ asupra leului, atac înțeles ca vânzare masivă a leului de către populație și de alți agenți economici.

Totuși, din perspectiva pe care o urmăm aici – cea referitoare la politici monetare neconvenționale –, studiul a explicat neconvenționalitatea politicii urmate în acele condiții excepționale de către BNR. Spre deosebire de băncile centrale din țările dezvoltate, care s-au confruntat cu necesitatea de a injecta masiv lichiditate pentru a debloca piața monetară, în România, banca centrală s-a confruntat, în timpul acelor evenimente din octombrie 2008, cu nevoia de a extrage masiv lichiditatea din piață pentru a preveni o criză financiară pe ruta deprecierei leului. A făcut acest lucru într-un mod relativ neconvențional, din moment ce, pe de o parte, a reușit să vândă o importantă cantitate de valută în condițiile în care importante contrapartide aveau nevoie de lei pentru a onora *swap*-urile pe leu, iar pe de altă parte, aproape că a stopat furnizarea de lichiditate prin operațiunile de *open market*.

Un alt capitol, dedicat analizei necesității aplicării politicilor monetare neconvenționale în țările dezvoltate, se intitulează *La ce e bună o inflație mai mare? Să eviți capcana lichidității sau să ieși din ea* (Lucian Croitoru). Publicat inițial în 2013, studiul arată că, odată ce economiile au intrat în capcana lichidității (rata naturală reală a dobânzii este la un nivel mai mic decât nivelul la care poate ajunge rata reală a dobânzii de politică monetară) și inflația este prea mică, atunci cea mai prolifică metodă de a crește inflația este creșterea datoriilor publice prin lărgirea deficitelor bugetare. Totuși, dacă guvernele sunt supraîndatorate și nu îndeplinesc condițiile pentru a se împrumuta suplimentar în limitele necesare, atunci băncile centrale pot trece la relaxări cantitative și la alte măsuri neconvenționale. În studiu, se propune analizarea ideii de a trece de la strategia țintirii unei inflații joase și stabile la strategia țintirii unei inflații moderate și stabile, pentru a reduce probabilitatea ca ratele naturale ale dobânzii să mai scadă la niveluri sub care ratele de politică monetară nu ar putea scădea pentru a stimula revenirea producției la potențial.

Alte două studii sunt dedicate analizei problemelor legate de practicarea politicilor monetare neconvenționale și de sfera obiectivelor de politică monetară. Capitolul intitulat *Continuarea relaxării cantitative: cât de justificată este?* (Valentin Lazea) reproduce o analiză publicată inițial în 2019, înainte de apariția pandemiei și când în SUA economia începea să crească cu rate aflate în vecinătatea potențialului, iar inflația, deși nu era încă la nivelul dorit, părea să se îndrepte într-acolo. Studiul analizează mai multe motive care ar necesita menținerea condițiilor monetare stimulative, din perspectiva nivelului inflației, nivelului activității economice, activității de export și a îndatorării statelor, firmelor și gospodăriilor. Studiul concluzionează că, „dintre cele patru motive posibile pentru continuarea relaxării cantitative, unul singur (rata inflației situată

sub țintă) are atât o acoperire statutară, cât și una de logică economică, dar și aceasta discutabilă. Celelalte trei motive nu rezistă la o analiză, nici din punctul de vedere al statutului BCE, nici din punctul de vedere al logicii economice.“

În fine, închei această prefață referindu-mă la capitolul intitulat *De ce bănci centrale își reexaminează cadrul (framework) de politici* (Daniel Dăianu), publicat inițial în ianuarie 2021. Deși titlul pare să îngusteze aria problematică la reexaminarea cadrului de politică monetară, studiul face mult mai mult. În primul rând, identifică o serie de lecții desprinse în intervalul de aproape 12 ani de experiență de politici monetare neconvenționale. Aceste lecții sunt, în viziunea autorului studiului, referitoare la relația dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, la aplatizarea curbei Phillips în țările dezvoltate, la rolul salvator al relaxărilor cantitative, la rolul măsurilor prudențiale, la complicarea mecanismului de transmisie monetară și, nu în ultimul rând, la schimbările climatice, care ar trebui să joace un rol în selecția de portofoliu a băncilor comerciale și ar trebui să fie avută în vedere de băncile centrale. Fiecare dintre aceste aspecte sunt analizate și evaluate în termeni de consecințe pentru politica monetară și pentru *mix*-ul de politici macroeconomice.

Astfel, în studiu, se discută despre cauzele care au dus la reducerea ratelor naturale ale dobânzilor, cu accent pe rolul factorilor structurali, cu evaluarea implicațiilor ce derivă din concepția (pe care autorul nu o îmbrățișează) că ratele joase ale dobânzilor pot justifica o politică de îndatorare publică mai îndrăzneță, așa cum sugerează economiști reputați, cum sunt Olivier Blanchard sau Lawrence Summers. Cititorul poate găsi răspunsuri la întrebarea de ce ratele joase ale dobânzilor pot provoca o alocare distorsionată a resurselor și poate înțelege, în legătură cu aceasta, conceptul de „zombificare a economiei“. Sunt analizate în detaliu alte probleme foarte actuale pentru economiile dezvoltate, dar și despre economiile emergente. De exemplu, referitor la primele, se răspunde la întrebarea ce ar putea duce ratele naturale în sus, ce implicații ar avea renunțarea la programele de relaxare cantitativă și cum lichiditatea relativ mare se poate asocia cu piețe blocate. Pentru economiile emergente, o analiză detaliată este dedicată măsurii în care acestea pot apela la relaxări cantitative sau dacă acumularea de active nete străine este o formă de relaxare cantitativă.

Cu speranța că am reușit să trezesc interesul pentru această carte și cu speranța că am reușit să dau o perspectivă asupra cronologiei studiilor cuprinse în această carte, îl invit pe cititor să pornească la citirea acestei cărți începând cu oricare capitol, ele fiind elaborate ca studii independente.

Lucian Croitoru
București, iunie 2022