

Cuprins

9	Cuvânt-înainte de Wilhelm Salater
19	STABILITATEA PREȚURILOR ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ
21	DEFINIREA STABILITĂȚII PREȚURILOR ȘI A STABILITĂȚII FINANCIARE
24	RAPORTUL STABILITATEA PREȚURILOR – STABILITATEA FINANCIARĂ
27	VULNERABILITĂȚI ȘI POLITICI DE ASIGURARE A STABILITĂȚII PREȚURILOR ȘI A STABILITĂȚII FINANCIARE ÎN ECONOMIILE ÎN TRANZIȚIE
35	CONCLUZII
37	BIBLIOGRAFIE
39	INTERMEDIEREA FINANCIARĂ ÎN ROMÂNIA ÎN PERIOADA 1990–2007
41	CE ESTE INTERMEDIEREA FINANCIARĂ ȘI UNDE APARE ÎN FINANȚAREA FIRMEI?
44	CINE SUNT DESTINATARI INTERMEDIERII FINANCIARE ÎN ROMÂNIA?
54	CINE SUNT INTERMEDIARII FINANCIARI ÎN ROMÂNIA?
59	EVOLUȚIA CREDITULUI BANCAR ÎN ROMÂNIA
66	RĂSPUNSUL AUTORITĂȚILOR LA CREȘTEREA CREDITULUI NEGUVERNAMENTAL
71	CONTEXTUL REGIONAL: EUROPA CENTRALĂ ȘI DE EST
75	PERSPECTIVELE CREDITĂRII ÎN ROMÂNIA

78	CE NIVEL VA AVEA INTERMEDIEREA FINANCIARĂ ÎN 2014?
79	BIBLIOGRAFIE
81	MACROPRUDENȚIALITATEA. REGLEMENTAREA, CRIZELE FINANCIARE ȘI POLITICA MONETARĂ
83	INTRODUCERE
84	DEMERS ISTORIC
87	POLITICI MACROPRUDENȚIALE. UNELE DELIMITĂRI TEORETICE
92	MACROPRUDENȚIALITATEA DUPĂ ANUL 2007
101	UTILIZAREA DE CĂTRE BNR A POLITICII MACROPRUDENȚIALE
105	CONCLUZII
108	BIBLIOGRAFIE
111	ROMÂNIA ȘI ADOPTAREA MONEDEI EURO
113	DINCOLO DE CRITERIILE DE LA MAASTRICHT
119	UNDE SE PLASEAZĂ ROMÂNIA
127	BIBLIOGRAFIE
129	PARCURSUL ECONOMIEI ROMÂNEȘTI ȘI AL BĂNCII CENTRALE CĂTRE MODERNITATE ȘI EUROPENITATE
131	INTRODUCERE
132	SCURTĂ INCURSIUNE ÎN ISTORIA BĂNCILOR CENTRALE
134	BĂNCILE CENTRALE MODERNE – INDEPENDENȚĂ, OBIECTIVE ȘI PERFORMANȚE
137	TRANSFORMAREA POSTCOMUNISTĂ A ECONOMIEI ROMÂNEȘTI ȘI A BĂNCII CENTRALE
142	CE LIVREAZĂ ÎN PREZENT BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI SOCIETĂȚII ROMÂNEȘTI?
144	O PRIVIRE SPRE VIITOR: CONTINUAREA CONVERGENȚEI ECONOMICE FĂRĂ SACRIFICAREA STABILITĂȚII MACROECONOMICE ȘI FINANCIARE

- 147 CONVERGENȚA ECONOMIEI ROMÂNEȘTI
- 157 SUSTENABILITATEA ȘI SCHIMBĂRILE
CLIMATICE – O ACȚIUNE MAI DELICATĂ
DE ECHILIBRARE

Cuvânt-înainte

Stabilitatea prețurilor nu reprezintă unicul bun public pe care societatea îl așteaptă de la o bancă centrală, căreia, pe lângă misiunea elaborării politicii monetare, aflată în centrul atenției, îi revin și numeroase alte atribuții, fapt reflectat chiar de titlul volumului de față: *Rolul băncilor centrale în economiile contemporane: dincolo de stabilitatea prețurilor*.

Acest volum – care încheie seria aparițiilor editoriale din cadrul proiectului inițiat în 2020 și consacrat marcării a 140 de ani de la înființarea BNR – include șapte lucrări în care academicianul Mugur Isărescu abordează problematici importante pentru bancherii centrali, de la stabilitatea financiară la schimbările climatice. Un autentic laitmotiv al acestor lucrări îl reprezintă preocuparea autorului pentru sustenabilitate și coerență, care răzbate și din paginile celor două volume dedicate calibrării politicii monetare, publicate în anul 2022 în aceeași serie aniversară. Iar arderea etapelor unor procese economice în detrimentul durabilității evoluțiilor economice și al credibilității politicilor promovate de autorități este văzută ca o iluzie periculoasă, căreia decidenții nu trebuie să îi cadă pradă.

Viziunea articulată a autorului asupra economiei este pusă în evidență chiar de reunirea între copertele unui volum a unor articole publicate în momente și contexte diferite, ceea ce atestă că acest demers are propria sa valoare adăugată, dincolo de meritele fiecărei lucrări în parte. Adesea, importanța unor texte se relevă, apelând la o formulare a lui Alexandru Paleologu, „abia la culegerea lor în volum, unde consecvența și temeinicia gândirii capătă corp coerent, constituind o operă“.

* * *

Într-un interviu din anul 2019, Mugur Isărescu menționa că răspunsul pozitiv la trei întrebări a constituit criteriul de autocontrol prealabil al deciziilor sale în calitate de guvernator al BNR. Cele trei întrebări sunt: „Este corectă decizia?“, „Este fezabilă decizia?“ și „Este durabilă decizia?“. „Dacă puteam răspunde cu «da» acestor întrebări, mergeam mai departe fără să ezit la gândul că, la un moment dat, cineva, cumva, îmi va contesta opțiunile. Când mergi însă pe culmea dealului, te bate vântul.“

Această abordare este grăitoare pentru maniera în care a acționat ca decident de politică economică Mugur Isărescu, care, înainte de a deveni guvernator al BNR, a fost timp de aproape două decenii cercetător științific la Institutul de Economie Mondială. Accentul pus pe corectitudinea, fezabilitatea și durabilitatea deciziilor a permis adoptarea la momentul potrivit a unor măsuri necesare, chiar dacă nu toate informațiile relevante erau disponibile. Pierderea ferestrei de oportunitate prin așteptarea apariției unor date suplimentare ar fi însemnat, cel mai adesea, a acționa prea târziu și a realiza prea puțin.

De altfel, problematica necesității adoptării deciziilor în condiții de incertitudine și riscuri nu este specifică doar politicii economice. Abordând sfera politicii externe, Henry Kissinger sublinia că „insistența asupra absolutului, fie în cazul estimării unei provocări, fie în cazul evaluării remediilor posibile, este o rețetă pentru inacțiune“. În viziunea celebrului diplomat american, un decident care stăruie prea mult asupra nevoii de a avea certitudini riscă să devină „prizonierul evenimentelor“.

Este ceea ce Mugur Isărescu a reușit să evite, îmbinând armonios înțelegerea profundă a teoriei economice cu acțiunea efectivă ca bancher central, într-un mediu dominat prea adesea de cohorte de riscuri și incertitudini. De altfel, nu a ezitat să afirme că „un bancher central nu își poate permite luxul de a se izola într-un turn de fildeș“, ci, dimpotrivă, „trebuie să fie în permanență atent la evoluțiile și tendințele din economie și din sistemul financiar“.

Iar evadarea din turnul de fildeș este departe de a fi un demers facil. Tentației ignorării realității imperfecte, care se încorporează să nu se supună canoanelor unor constructe teoretice seducătoare prin eleganța lor aparent desăvârșită, îi cad pradă nu puțini cercetători și profesori de economie, ba chiar și unii bancheri centrali. Nu este cazul academicianului și guvernatorului Mugur Isărescu.

Având această abordare flexibilă, a promovat, când și cât a fost cazul, și soluții ce au implicat o anumită îndepărtare de cadrul convențional de gândire economică. În anii premergători declanșării

crizei financiare globale, de pildă, refuzul unei interpretări dogmatice a teoriei și efortul permanent de ancorare într-o realitate capricioasă i-au permis să aibă – oricât de paradoxal ar suna – curajul de a acționa mai prudent decât ar fi impus-o aplicarea întocmai a unor prescripții economice care întruneau o susținere aproape unanimă a mediului academic.

În acea perioadă în care prevala viziunea potrivit căreia stabilitatea prețurilor ar fi o condiție necesară și suficientă pentru asigurarea stabilității financiare, s-a numărat, alături de Andrew Crockett și Jaime Caruana, printre macroeconiomiștii care au semnalat public necesitatea unei preocupări sporite pentru stabilitatea financiară. Astfel, Andrew Crockett, fostul director general al Băncii Reglementelor Internaționale, remarca încă din anul 2003 că bătălia încununată de succes purtată împotriva inflației nu a adus și „dividende ale păcii” atât de mari pe cât s-a sperat inițial, în sensul că asigurarea stabilității financiare necesită și alte demersuri, inclusiv de natură macroprudențială. La rândul său, Jaime Caruana reliefa în 2005, pe când era guvernator al Băncii Spaniei, discrepanța dintre cadrul conceptual avansat utilizat în elaborarea și implementarea politicii monetare și nivelul încă insuficient al cunoștințelor în planul stabilității financiare.

În anul 2006, în disertația susținută la Universitatea din Pitești, intitulată *Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară*, care deschide volumul de față, Mugur Isărescu sublinia faptul că stabilitatea financiară este esențială pentru eficiența politicii monetare, context în care băncile centrale nu se pot limita doar la combaterea inflației, fiind necesar să aibă în vedere și asigurarea stabilității financiare. În cadrul acestei disertații, a fost abordată și maniera în care BNR a acționat în acei ani de *boom* economic inclusiv prin măsuri „neortodoxe” de tip prudențial și administrativ pentru a tempera tensiunile dintre stabilitatea financiară și cea a prețurilor în condițiile liberalizării contului de capital. Au fost evidențiate rezultatele pe termen scurt ale acestor măsuri în sensul limitării amplitudinii impactului intrărilor masive de capital asupra celor două tipuri de stabilitate, pentru a căror consolidare pe termen mediu și lung este însă necesară promovarea unui mix coerent de politici macroeconomice.

Câțiva ani mai târziu, după declanșarea crizei financiare globale, băncile centrale din economiile avansate aveau să se îndepărteze de rețetarul consacrat, apelând la instrumente „neconvenționale” precum relaxarea cantitativă sau nivelurile negative ale ratelor dobânzii de politică monetară pentru a putea înfrunta spectrul deflației

și al recesiunii. Aceeași criză globală a legitimat și dimensiunea macroprudențială a activității băncilor centrale. În acest context, deși controversate la momentul adoptării lor în România, unele măsuri „neortodoxe” implementate de către BNR – precum cele privitoare la gradul de îndatorare ori la raportul dintre împrumut și garanții –, abordate și în disertația susținută de Mugur Isărescu la Pitești în 2006, au devenit instrumente macroprudențiale cu acte în regulă. De altfel, referindu-se la măsurile prudențiale adoptate înainte de criza financiară globală, studiul *Macroprudential Policies in Southeastern Europe*, publicat în 2016 de Fondul Monetar Internațional în seria Working Papers și semnat de Dilyana Dimova, Piyabha Kongsamut și Jérôme Vandenbussche, a reliefat faptul că banca centrală a României a fost printre „pionierii” elaborării și implementării unei politici macroprudențiale.

Întrucât intermedierea financiară constituie chiar rațiunea de a fi a sistemului bancar, este cât se poate de firesc ca asigurarea nivelului adecvat și a dinamicii sustenabile a acestui proces să reprezinte o preocupare majoră pentru un bancher central. Susținută în anul 2007, cu prilejul decernării titlului de *Doctor Honoris Causa* de către Universitatea „George Bacovia” din Bacău, lucrarea *Intermedierea financiară în România, 1990–2007* este relevantă în ceea ce privește interesul arătat de Mugur Isărescu acestei problematici ample. Deloc întâmplător, a așezat-o în ecuație cu stabilitatea financiară, abordând dilema majoră cu care se confruntau autoritățile din țările din centrul și estul Europei: cum să asigure sustenabilitatea pe termen mediu și lung a expansiunii creditului prin minimizarea riscului de apariție a unei crize financiare, permițând totodată ca expansiunea creditului să contribuie la creșterea economică și la sporirea eficienței alocării resurselor. Riscurile asociate expansiunii accelerate a creditului din perioada episodului de intrări masive de capital, care era încă în plină desfășurare în 2007, țineau de echilibrul macroeconomic și de stabilitatea financiară, fiind oportun, în viziunea autorului, ca sustenabilitatea creșterii intermedierei financiare în țările din centrul și estul Europei să fie evaluată tocmai din această perspectivă.

O evaluare critică a evoluțiilor și tendințelor în domeniul politicilor macroprudențiale din perspectiva evenimentelor care au marcat piețele financiare și a dezvoltărilor teoretice în acest plan este realizată în a treia lucrare din acest volum, *Macroprudențialitatea. Reglementarea, crizele financiare și politica monetară*, disertație susținută la Universitatea Româno-Americană în anul 2011. Este reliefat faptul că orice câștiguri în planul dezinflației devin, mai devreme

sau mai târziu, nesustenabile dacă nu este păstrată stabilitatea financiară. În consecință, chiar dacă menținerea stabilității prețurilor trebuie să rămână în continuare obiectivul principal al băncilor centrale, este important ca acestea să dispună de o anumită flexibilitate tactică în abordare, fiind posibilă apariția unor situații în care salvagardarea sistemului financiar-bancar să prevaleze, pe termen scurt, asupra obiectivului privind inflația. Autorul sublinia totodată că, pentru asigurarea stabilității financiare la nivel național, regional și global, este de preferat să se recurgă la măsuri de natură macroprudentială, alternativa la acestea fiind introducerea unor restricții asupra fluxurilor internaționale de capital.

Un alt subiect complex căruia academicianul Mugur Isărescu i-a consacrat numeroase prelegeri este cel al convergenței economice, abordată din perspectiva intrării în zona euro. Una dintre acestea o reprezintă a patra lucrare din volumul de față, intitulată *România și adoptarea monedei euro*. Țin să relievez faptul că, în februarie 2014 – când Mugur Isărescu a susținut public această lucrare, cu ocazia decernării titlului de *Doctor Honoris Causa* al Universității din București –, România îndeplinea trei dintre cele patru criterii de la Maastricht: sustenabilitatea poziției fiscale, convergența ratelor dobânzilor pe termen lung și stabilitatea cursului de schimb (în cazul acesteia, fiind vorba numai despre încadrarea într-o bandă de fluctuație de ± 15 la sută, întrucât leul nu a intrat încă în ERM II, mecanism la care ar trebui să participe pentru un interval de minimum doi ani înainte de intrarea țării în zona euro). În ceea ce privește criteriul referitor la stabilitatea prețurilor, proiecțiile privind evoluția ratei inflației arătau că urma și satisfacerea acestuia peste doar câteva luni, moment ce avea să fie consemnat în iunie 2014.

Chiar și într-un astfel de context, aparent favorabil în planul convergenței, Mugur Isărescu sublinia că aceste evoluții nu sunt suficiente pentru o aderare relativ rapidă la zona euro și că nu trebuie pierdut din vedere faptul că Tratatul de la Maastricht prevede atingerea unui grad înalt de convergență sustenabilă ca premisă a adoptării euro, criteriile nominale fiind instrumente de evaluare a măsurii în care este atins acest deziderat. Din perspectiva unei abordări echilibrate a procesului de trecere la moneda unică europeană, este vitală satisfacerea durabilă – și nu accidentală ori temporară – a criteriilor de la Maastricht. „Iar a forța o îndeplinire rapidă a acestora fără a manifesta o preocupare solidă pentru atingerea unui grad adecvat de convergență reală este o abordare care ignoră în mod evident

imperativul sustenabilității pe termen mediu și lung a întregului proces“, avertiza autorul.

Tocmai pentru că, doar în condiții de competitivitate externă, stabilitate financiară și echilibru fiscal, criteriile de convergență nominală pot fi îndeplinite în mod sustenabil, a apărut necesitatea unei viziuni mai largi, care să se bazeze pe monitorizarea unui set extins de indicatori, inclusiv cei cuprinși în tabloul de bord pentru supravegherea dezechilibrelor macroeconomice. Totodată, s-a modificat și percepția asupra raportului dintre beneficiile și costurile aderării la zona euro, cele din urmă devenind mai vizibile după declanșarea crizei financiare globale. În aceste condiții, Mugur Isărescu insistă asupra faptului că succesul trecerii la euro depinde mult și de alegerea momentului adecvat din perspectiva tuturor dimensiunilor procesului de convergență.

În anul 2016, în prelegerea inaugurală a Festivalului „Dilema Veche“ de la Alba Iulia, intitulată *Parcursul economiei românești și al băncii centrale către modernitate și europenitate*, Mugur Isărescu – un fin cunoscător al istoriei economice – realizează o scurtă incursiune în procesul îndelungat și sinuos prin care băncile centrale au devenit ceea ce sunt astăzi. Dacă obiectivul înființării primelor astfel de instituții a fost de a asigura finanțarea guvernelor țărilor respective, mai ales pentru a acoperi costurile purtării unor războaie, în prezent, societatea așteaptă ca acestea să livreze cele trei „aspecte ale stabilității“, cum numește Charles Goodhart, fost membru al Comitetului de politică monetară al Băncii Angliei: stabilitatea prețurilor, stabilitatea cursului de schimb și stabilitatea financiară. Cunoașterea istoriei băncilor centrale este importantă pentru înțelegerea funcționării acestora în prezent, precum și în viitor, întrucât evoluția viziunilor asupra rolului adecvat al acestor instituții tinde să fie una mai degrabă ciclică.

În aceeași prelegere, Mugur Isărescu, referindu-se în egală măsură la trecut și la viitor, sublinia că, „atunci când decidenții, preocupați prea mult de termenul scurt, ignoră faptul că fluctuațiile inerente ciclului economic trebuie atenuate de politicile macroeconomice, nicidecum alimentate“, economia poate evolua pe „traietorii bulversante pentru societate“. Graba de a recupera decalajele față de Occident poate strica echilibrele macroeconomice, deși acestea sunt cele care, în abordarea autorului, conferă procesului de convergență sustenabilitatea necesară unui parcurs lin.

Aceste idei au fost reiterate și adâncite în prelegerea susținută în 2018 la conferința „România 2030: Cum recuperăm decalajele față de Europa Occidentală?“ – organizată de Camera de Comerț și

Industria a Municipiului București –, în care academicianul Mugur Isărescu arată că menținerea convergenței economice pe direcția cea bună și sustenabilitatea sa sunt mai importante decât nivelul acesteia. „Pentru a nu deraia, procesul de recuperare a decalajelor trebuie să se desfășoare într-un ritm adecvat, astfel încât asupra câștigurilor pe acest front, oricât de spectaculoase ar fi, să nu planeze mereu, precum o sabie a lui Damocles, pericolul unei deteriorări abrupte“, avertiza autorul. Este o binevenită punere în gardă împotriva unor abordări pripite, care se pot dovedi nu doar îndrăznețe, ci chiar nesăbuite. Tensionarea echilibrelor macroeconomice este o abatere de la calea cea bună către adoptarea euro, iar conștientizarea de către autorități a pericolului rătăcirii drumului convergenței este esențială. Preocuparea constantă a lui Mugur Isărescu pentru sustenabilitate și coerență îl determină să trateze convergența reală nu ca pe o cursă în care cel mai rapid ritm este și cel mai potrivit, ci ca pe un proces complex care oferă concurentului ce își dozează adecvat efortul șansa de a profita de majoritatea beneficiilor potențiale. Iar acest concurent este „un maratonist, mai degrabă decât un sprinter“!

Articolul care încheie volumul de față se intitulează *Sustenabilitatea și schimbările climatice – o acțiune mai delicată de echilibrare* și a apărut în anul 2022 în publicația poloneză Obserwator Finansowy. În cadrul acestuia, Mugur Isărescu arată că dezvoltarea vizionară și durabilă devine o provocare având în vedere crizele suprapuse care pun la încercare reziliența economiilor, demersul de a consolida societatea pe termen lung fiind tot mai complicat. Navigarea prin aceste vremuri dificile trebuie să ia în considerare și aspectele referitoare la natură și climă, fără a se pierde însă din vedere costurile suplimentare antrenate de tranziția către o economie verde.

Pentru numeroase bănci centrale, atingerea stabilității prețurilor pe termen mediu, acționând totodată ca un gardian al stabilității financiare, constituia și până acum o acțiune de echilibrare delicată. Iar ceea ce a ținut să sublinieze Mugur Isărescu în titlul articolului, dar și în finalul acestuia, ar putea să reprezinte un bun punct de pornire pentru dezbateri intense: abordarea noilor provocări asociate tranziției către sustenabilitate face din această misiune o acțiune de echilibrare și mai delicată. Sunt încredințat că acest mesaj a fost deja recepționat de către mulți dintre cei ce au urechi de auzit...

* * *

Prin luciditatea abordărilor și concretețea concluziilor, textele ce poartă semnătura academicianului Mugur Isărescu – de la articole

de câteva pagini până la cărți – alcătuiesc un gen aparte în literatura economică din România. Iar lucrările reunite în volumul de față contribuie la conturarea profilului unui autor care îmbină într-o manieră armonioasă și originală rigoarea științifică a cercetătorului, ancorarea în realitatea economică a decidentului și preocuparea pentru accesibilitate a comunicatorului.

Cele trei dimensiuni care caracterizează lucrările elaborate de Mugur Isărescu se regăsesc însă, cred eu, și în cultura instituțională a BNR, pe care personalitatea sa și-a pus o amprentă puternică. Întrucât, de 25 de ani, îmi desfășor activitatea în banca centrală, am avut posibilitatea să observ cum s-a creat în această instituție un echilibru între fundamentarea minuțioasă a procesului decizional, abilitatea de a adopta măsuri adecvate și bine dozate în condițiile unor multiple incertitudini și riscuri și efortul de a comunica pe înțelesul unui public cât mai larg scopul, rațiunile și contextul cursului de acțiune ales. Acest echilibru tridimensional este reflectarea unei viziuni coerente asupra rolului băncii centrale într-o economie contemporană, dar totodată și manifestarea unui spirit al dialogului viu și al dezbaterii autentice, acestea devenind în timp nu doar un mod de lucru – în cadrul forurilor deliberative și decizionale, precum și al principalelor departamente –, ci și un activ prețios al instituției.

Dincolo de tripla sa ipostază de academician, decident de politici economice și comunicator, mai există un detaliu relevant pentru înțelegerea concepției lui Mugur Isărescu despre mersul economiei și gestionarea adecvată a acesteia. Și-a început cariera la Institutul de Economie Mondială în august 1971, a doua zi după decizia președintelui Statelor Unite de a suspenda convertibilitatea în aur a dolarului, ceea ce a condus la prăbușirea sistemului monetar internațional bazat pe acordurile de la Bretton Woods. Tot în perioada de început a activității sale profesionale în domeniul cercetării economice, lectura alternativ articolele publicate în *Newsweek* de Paul Samuelson, care pleda în favoarea politicilor keynesiste, și de Milton Friedman, care, dimpotrivă, susținea piețele libere și neintervenția statului. Apelând chiar la cuvintele lui Mugur Isărescu, a fost „martor la apusul unei ere și răsăritul alteia“.

Îndrăznesc să spun că a fost mai mult decât un martor, întrucât controversesele intelectuale și schimbările de paradigme din acei ani și-au pus amprenta asupra perspectivei din care academicianul Mugur Isărescu abordează problematicile macroeconomice și asupra manierei în care a acționat ca guvernator al BNR, dar și ca premier al României. Contribuțiile sale în lumea ideilor și în cea a faptelor

economice și modul în care a calibrat nu doar politica monetară, ci și tensiunea multor dezbateri științifice, reflectă o remarcabilă agilitate intelectuală, care îi îngăduie să sesizeze limpede atât valențele unor teorii, cât și limitele lor inerente în anumite contexte, trecându-le prin filtrul propriei gândiri economice și, când este cazul, mutând ce este de mutat.

Cu atât mai relevantă este expertiza sa macroeconomică într-un prezent marcat, la rândul său, de multiple transformări și tranziții, a căror gestionare înțeleaptă presupune o viziune economică deoptrivă încheată și suplă, precum și o capacitate de adaptare la o realitate în permanentă schimbare, pentru care nu întotdeauna cadrul consacrat de gândire oferă răspunsuri adecvate.

Wilhelm Salater
Director adjunct al Direcției Studii Economice
din Banca Națională a României

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

STABILITATEA PREȚURILOR ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ

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

Pitești
8 decembrie 2006

1. DEFINIREA STABILITĂȚII PREȚURILOR ȘI A STABILITĂȚII FINANCIARE

1.1. *Stabilitatea prețurilor*

În literatura de specialitate se observă un consens aproape deplin asupra faptului că stabilitatea prețurilor se referă la un nivel relativ stabil al prețurilor agregate. Cu alte cuvinte, se poate vorbi despre stabilitatea prețurilor atunci când banii își păstrează valoarea în timp sau când viteza de erodare a acesteia este nesemnificativă. Totodată, conceptul de „stabilitate monetară“ se suprapune peste cel de „stabilitate a prețurilor“.

Fostul președinte al Sistemului Federal de Rezerve al Statelor Unite, Paul Volcker (1983), a oferit o definiție a stabilității prețurilor prin intermediul anticipațiilor inflaționiste: „O definiție utilă a unei stabilități rezonabile a prețurilor îmi pare a fi situația în care anticipațiile privind creșterea (sau scăderea) generală a prețurilor pe o perioadă considerabilă de timp nu are o influență substanțială asupra comportamentului economic și financiar.“ Din această perspectivă, stabilitatea prețurilor implică o desfășurare a proceselor decizionale din economie pe baza ipotezei că valorile nominale și cele reale ale indicatorilor economici sunt practic aceleași pe orizontul pentru care se adoptă respectivele decizii.

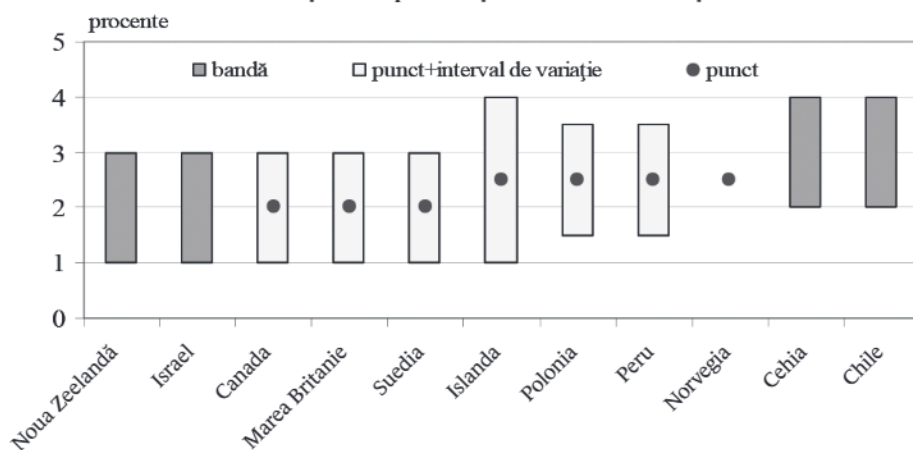
Alan Greenspan, președintele Sistemului Federal de Rezerve până în 2006, nu s-a îndepărtat prea mult de la opinia predecesorului său când a afirmat că stabilitatea prețurilor este acea situație în care modificarea așteptată de public a nivelului mediu al prețurilor este suficient de redusă și de graduală încât să nu fie practic luată în calcul în deciziile firmelor și ale gospodăriilor, neafectându-le comportamentul economic (Greenspan, 2002). Un alt fost membru de marcă al conducerii Rezervei Federale, Alan Blinder, a mers chiar mai departe decât Volcker și Greenspan cu această idee, susținând că stabilitatea prețurilor este atinsă atunci când oamenii obișnuiți încetează

să se mai gândească la inflație și să-și mai facă griji în legătură cu aceasta (Blinder, 1998). Iar succesorul lui Greenspan la conducerea Sistemului Federal de Rezerve, Ben Bernanke, nu a formulat (încă) o definiție proprie a acestui concept, dar a afirmat, chiar cu prilejul audierilor în Senat pentru confirmarea sa în funcție, că, în viziunea sa, stabilitatea prețurilor reprezintă piatra de temelie a unei creșteri economice solide (Bernanke, 2005).

În viziunea unor reprezentanți de marcă ai Băncii Centrale Europene, prin stabilitatea prețurilor se înțelege un nivel stabil al prețurilor agregate sau un nivel redus al inflației (Issing, 2003; Papademos, 2006).

Dacă asupra conceptului de „stabilitate a prețurilor“ nu sunt practic divergențe majore, unele diferențe de nuanță apar în ceea ce privește măsurarea efectivă a nivelului inflației. Astfel, există dezbatere privind modalitatea de măsurare a nivelului creșterii prețurilor (inflația totală *versus* inflația de bază/netă), de formare a indicelui de prețuri (compoziția coșului) și de identificare a orizontului de timp adecvat.

Figura 1. Niveluri pe termen lung ale țintei de inflație în țări care practică țintirea directă a inflației



Sursa: site-uri bănci centrale

Un exemplu relevant de definire explicită a stabilității prețurilor este cel promovat de Banca Centrală Europeană (1999): o rată anuală a inflației, calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum din zona euro, de sub (dar aproape de) 2 la sută, care să fie menținută pe termen mediu. Băncile centrale care au adoptat regimuri de politică monetară de țintire directă a inflației au stabilit ca

obiectiv un anumit nivel al ratei inflației, care corespunde unui anumit grad de stabilitate a prețurilor, considerat a fi dezirabil.

Există însă și adversari declarați ai definiții cantitative explicite a stabilității prețurilor, unul dintre cei mai proeminenți fiind chiar Alan Greenspan, care consideră indicii de prețuri disponibili în prezent ca neprezentând suficientă acuratețe pentru acest scop și care susține că, în consecință, țintele numerice de inflație constituie o precizie inutilă și falsă.

1.2. Stabilitatea financiară

Spre deosebire de stabilitatea prețurilor, pentru stabilitatea financiară nu există o definiție general acceptată și nu sunt nici șanse reale să se ajungă la un consens în privința responsabilității și rolului băncii centrale în asigurarea acesteia.

Într-un sens larg, stabilitatea financiară poate fi considerată situația în care sistemul financiar este capabil să atragă și să plaseze fonduri bănești în mod eficient și să reziste la șocuri fără a aduce prejudicii economiei reale. O abordare mai îngustă, însă mai utilă din perspectiva unei bănci centrale, este cea care definește stabilitatea financiară ca fiind situația în care nu se produc crize bancare și în care se manifestă o anumită stabilitate a prețurilor activelor, inclusiv a ratei dobânzii.

Modul de definire influențează decisiv și identificarea contribuției pe care autoritatea monetară o poate avea în promovarea și menținerea stabilității financiare, având implicații asupra raportului stabilitate financiară–stabilitate a prețurilor. Astfel, prima definiție, care pune accentul pe funcționarea de ansamblu a sistemului financiar, sugerează că supravegherea prudențială este cea care are un cuvânt greu de spus; dimpotrivă, dacă stabilitatea financiară este interpretată în special ca o evoluție lină a ratelor dobânzii, politica monetară joacă un rol major și se ajunge la un conflict între obiectivul stabilității prețurilor și cel al stabilității financiare.

Dincolo de rolul concret pe care o bancă centrală îl poate avea în asigurarea stabilității financiare, trebuie menționat că aceasta îndeplinește un rol natural în sfera stabilității financiare, derivând din trăsăturile fundamentale ale acestui tip de instituție. Acest rol natural se regăsește fără îndoială și în mandatul Băncii Naționale a României.

Un prim motiv pentru care se poate vorbi despre un rol natural este dat de faptul că banca centrală este unicul furnizor de mijloace

de plată legale (ea asigură finalitatea plăților) și, legat de această calitate, este profund implicată în organizarea și funcționarea sistemului național de plăți. Un alt motiv care leagă banca centrală de stabilitatea financiară derivă din interesul major al acestei instituții ca sistemul bancar să fie sănătos și viabil, interes justificat de faptul că mecanismul de transmisie a impulsurilor monetare se realizează prin intermediul sistemului bancar. În fine, prin raportul existent între masa monetară și baza monetară, emisă de banca centrală, adică prin multiplicatorul monetar, se manifestă o conexiune intrinsecă între stabilitatea financiară și banca centrală. De exemplu, în situația în care încrederea publicului în sistemul bancar scade dramatic, prin reducerea depozitelor la bănci (anunțând o posibilă criză), masa monetară se va reduce, iar cererea de bani se va concentra pe banii băncii centrale, cei mai lichizi. Canalul bază monetară – masă monetară atestă nu numai legătura dintre banca centrală și stabilitatea financiară, ci și pe aceea dintre stabilitatea financiară și cea monetară.

2. RAPORTUL STABILITATEA PREȚURILOR – STABILITATEA FINANCIARĂ

2.1. *Abordarea convențională*

Abordarea convențională a relației stabilitatea prețurilor–stabilitatea financiară se bazează pe convingerea larg răspândită că cele două tipuri de stabilitate se susțin și se potențează reciproc pe termen lung. Unii economiști tranșează radical această problemă, considerând stabilitatea prețurilor drept o condiție suficientă pentru asigurarea stabilității financiare, în timp ce alții o văd doar ca o condiție necesară.

Abordarea convențională este în concordanță cu tratarea inflației ca factor principal al instabilității financiare. Experiența istorică pare să confirme această abordare, majoritatea episoadelor de instabilitate financiară acută și a crizelor bancare având loc fie în perioade de inflație înaltă sau hiperinflație, fie în timpul recesiunilor care au fost generate de tratamentul neadecvat pe care autoritățile l-au aplicat pentru temperarea inflației.

2.2. *Ipoteza „new environment“*

În economiile contemporane, odată cu stabilizarea inflației la niveluri reduse, literatura de specialitate evidențiază crearea unui mediu economic nou, care impune o reevaluare extrem de atentă a raportului

dintre stabilitatea prețurilor și cea financiară (Borio și Lowe, 2002). Inflația redusă s-a dovedit a nu fi o garanție suficientă pentru asigurarea unei stabilități financiare de durată.

După cum observa Andrew Crockett (2003), războiul încununat de succes purtat împotriva inflației nu a adus și „dividende ale păcii” atât de mari pe cât s-a sperat inițial. În consecință, a trebuit să fie deschis un nou front de luptă, de această dată împotriva instabilității financiare.

În acest sens, experiența unor țări asiatice din anii 1997–1998 este deosebit de relevantă pentru complexitatea acestui raport: înainte de izbucnirea crizei financiare, s-au acumulat dezechilibre substanțiale în economiile respective, în condițiile în care prețurile continuau să manifeste un nivel relativ ridicat de stabilitate.

În acest nou context, se pune chiar problema dacă banca centrală poate asigura concomitent, prin instrumentele de care dispune, stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară și cum pot fi reconciliate cele două tipuri de stabilitate dacă atingerea lor presupune măsuri contradictorii. O combinație optimă între stabilitatea financiară și cea a prețurilor ar putea fi obiectivul adecvat al băncii centrale, cu condiția ca responsabilitățile să fie distribuite corespunzător, iar instrumentele aflate la dispoziția instituției să permită urmărirea într-o manieră consecventă a acestui obiectiv.

2.3. Promovarea stabilității prețurilor

Atunci când rata inflației se situează la niveluri care depășesc ținta stabilită explicit sau implicit, băncile centrale sunt nevoite să practice o politică monetară restrictivă, materializată în rate ridicate ale dobânzii, volum substanțial al absorbției de lichiditate – în cazul în care pe piața monetară există un excedent de lichiditate – și/sau aprecierea cursului de schimb (mai ales în condițiile unei strategii de țintire directă a inflației și ale neintervenției pe piața valutară).

Astfel de măsuri de politică monetară pot fi puse în practică doar dacă sistemul financiar este suficient de solid; în caz contrar, se poate ajunge la provocarea unor crize bancare și/sau valutare. Din această perspectivă, eficiența politicii monetare este condiționată de existența unui grad ridicat de stabilitate financiară.

Rata ridicată a dobânzii constituie un cost firesc al dezinflației, dar utilizarea sa exclusivă în acest scop în condițiile unui sistem financiar fragil este riscantă și contraproductivă. În ceea ce privește utilizarea cursului de schimb în scopuri de politică monetară, aceasta

prezintă riscuri atât pentru stabilitatea sistemului bancar, dacă gradul de substituție valutară este semnificativ, cât și pentru stabilitatea macroeconomică, prin impactul pe care îl exercită, prin stimularea importurilor și descurajarea exporturilor, asupra evoluției deficitului de cont curent. Din acest motiv, atât timp cât stabilitatea financiară și cea macroeconomică nu sunt suficient de consolidate, se justifică reticența băncii centrale de a accepta o apreciere nesustenabilă a cursului de schimb. În astfel de situații se manifestă „teama de flotare“ (Calvo și Reinhart, 2000), care și-a făcut simțită prezența în economiile emergente în anii '90, când băncile centrale care practicau, cel puțin *de jure*, un regim de curs de tip flotant au recurs la intervenții masive pe piața valutară pentru a evita fluctuații semnificative ale cursului de schimb. Moderarea volatilității cursului de schimb se realizează cu prețul unor fluctuații sporite ale nivelului rezervelor valutare oficiale; în cazul intervenției pentru stoparea sau temperarea aprecierii monedei naționale, băncile centrale trebuie să accepte reduceri semnificative ale nivelului rezervelor lor oficiale. Această abordare are însă nu doar costuri financiare, ci și implicații majore asupra stabilității financiare.

2.4. Promovarea stabilității financiare

Întrucât stabilitatea financiară este esențială pentru funcționarea eficientă a politicii monetare, banca centrală nu poate să facă abstracție de aceasta, nici dacă asigurarea ei nu este prevăzută ca obiectiv.

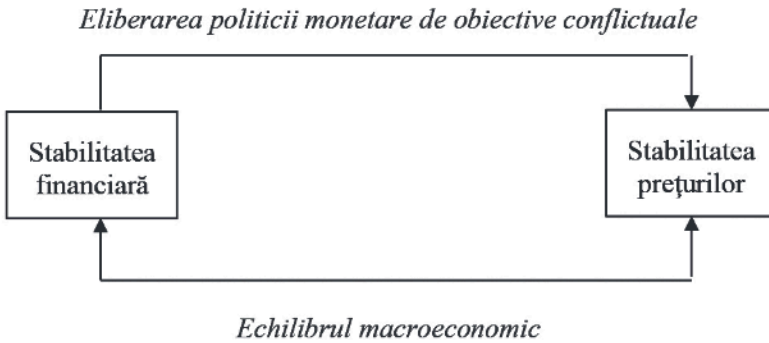
Stabilitatea financiară a devenit în ultimii ani un subiect extrem de „fierbinte“ în multe țări în condițiile globalizării economice, ale liberalizării financiare și ale sporirii complexității piețelor și produselor financiare. În acest nou context, provocările la adresa stabilității financiare sunt mult mai numeroase, iar formularea unor răspunsuri eficiente de politică economică este mai dificilă.

Se poate afirma că stabilitatea financiară constituie în prezent o componentă esențială a echilibrului macroeconomic. Complementaritatea dintre stabilitatea financiară și cea a prețurilor este redată sintetic în Figura 2.

O problemă extrem de delicată privește conduita dezirabilă a politicii monetare în cazul în care inflația se află sub control pe orizontul de țintire, dar se observă accentuarea unor dezechilibre financiare sau macroeconomice. Dacă nu formulează și nu implementează din timp un răspuns de politică economică, autoritățile contribuie în mod pasiv la acutizarea acestor dezechilibre, ceea ce are ca efect fie

izbucnirea, mai devreme sau mai târziu, a unei crize, fie costuri economice mult mai mari presupuse de o intervenție ulterioară, într-o fază mai acută a evoluției problemelor financiare sau macroeconomice.

Figura 2



Dacă, la nivel teoretic, oportunitatea intervenției timpurii a băncii centrale, sprijinită eventual și de alte autorități, este întemeiată, dintr-o perspectivă pragmatică, apar probleme greu de soluționat:

- A. este posibilă identificarea cu acuratețe a dezechilibrelor într-o fază incipientă?
- B. dacă dezechilibrele în fază incipientă se corectează ulterior în mod autonom/spontan, iar autoritățile se grăbesc să adopte măsuri restrictive, economia ar putea fi împinsă într-o recesiune excesivă sub impactul combinat al celor doi factori;
- C. cum poate fi justificată în fața publicului o înăsprire a politicii monetare în absența unor presiuni inflaționiste? (Crockett, 2003)

Dată fiind complexitatea acestor probleme, calibrarea adecvată a răspunsului de politică economică este extrem de dificilă.

3. VULNERABILITĂȚI ȘI POLITICI DE ASIGURARE A STABILITĂȚII PREȚURILOR ȘI A STABILITĂȚII FINANCIARE ÎN ECONOMIILE ÎN TRANZIȚIE

3.1. Fluxuri de capital și pericole la adresa echilibrului macroeconomic

În ultimii ani, țările din Europa Centrală și de Est s-au confruntat cu influxuri semnificative de capital, pe măsură ce restricțiile privind libera lor circulație au fost ridicate; capitalul a fost atras de persistența unui diferențial de dobândă ridicat față de economiile

dezvoltate, precum și de percepțiile favorabile induse de procesul aderării la Uniunea Europeană – văzut ca diminuând riscurile, stimulând politici economice coerente și creând instituții puternice. În pofida avantajelor evidente ale intrărilor de capital (sporirea eficienței economice, transferuri de tehnologie), acestea pot pune în pericol stabilitatea macroeconomică și competitivitatea externă prin provocarea unei supraîncălziri a economiei în condițiile în care cuantumul lor depășește capacitatea ei de absorbție, generând o apreciere a cursului real de schimb dincolo de nivelul de echilibru.

Autoritățile unei țări care se confruntă cu pericolul supraîncălzirii economiei în urma intrărilor de capital trebuie să adopte decizii dificile în ceea ce privește măsurile de politică economică. Aceste decizii se bazează pe obiectivele economice ale țării respective, dar este imperios necesar ca ele să ia în calcul, cu suficientă înțelepciune, regimul de curs de schimb, constrângerile instituționale, precum și cauzele și compoziția influxurilor de capital. Deciziile sunt luate adesea dispunând de informații incomplete, mai ales în perioada de început a intrărilor de capital, când este dificil de evaluat caracterul acestora: tranzitoriu sau susținut.

Un scenariu posibil este descris în Figurile 3 și 4. Vulnerabilitățile și dezechilibrele macroeconomice pe care intrările masive de capital le creează (vezi Figura 4) pot genera crize cu efecte adverse atât asupra stabilității prețurilor, cât și asupra stabilității financiare. Astfel, deși autoritățile monetare se pot opune o anumită perioadă presiunilor de apreciere a monedei naționale pe care aceste influxuri le generează, imposibila trinitate (politică monetară independentă, cont de capital liberalizat și curs de schimb fix) angrenează politica monetară într-un cerc vicios (vezi Figura 3), ceea ce, mai devreme sau mai târziu, va conduce la materializarea acestor presiuni de apreciere.

Competitivitatea externă a exporturilor țării respective se va deteriora, în timp ce importurile vor fi stimulate atât de sporirea puterii de cumpărare externă a monedei naționale, cât și de expansiunea cererii agregate indusă de intrările de capital. Dezechilibrul contului curent poate deveni nesustenabil, ceea ce, împreună cu un eventual dezechilibru al sectorului public, poate duce la deteriorarea percepțiilor investitorilor străini cu privire la acea economie, generând ieșiri de capital. Experiența arată ca magnitudinea acestor ieșiri poate fi uriașă, depășind capacitatea de intervenție a autorităților și concretizându-se într-o depreciere corectivă abruptă, respectiv într-o criză valutară.