

POLITICA MONETARĂ POSTCRIZĂ: RECONFIGURAREA OBIECTIVELOR ȘI A INSTRUMENTELOR

D i s e r t a ție

**cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa
al Universității „Andrei Șaguna”**

Academician Mugur Isărescu

Constanța, 22 mai 2012

Înainte de criză: cadrul convențional de gândire

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



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



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

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

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

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

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

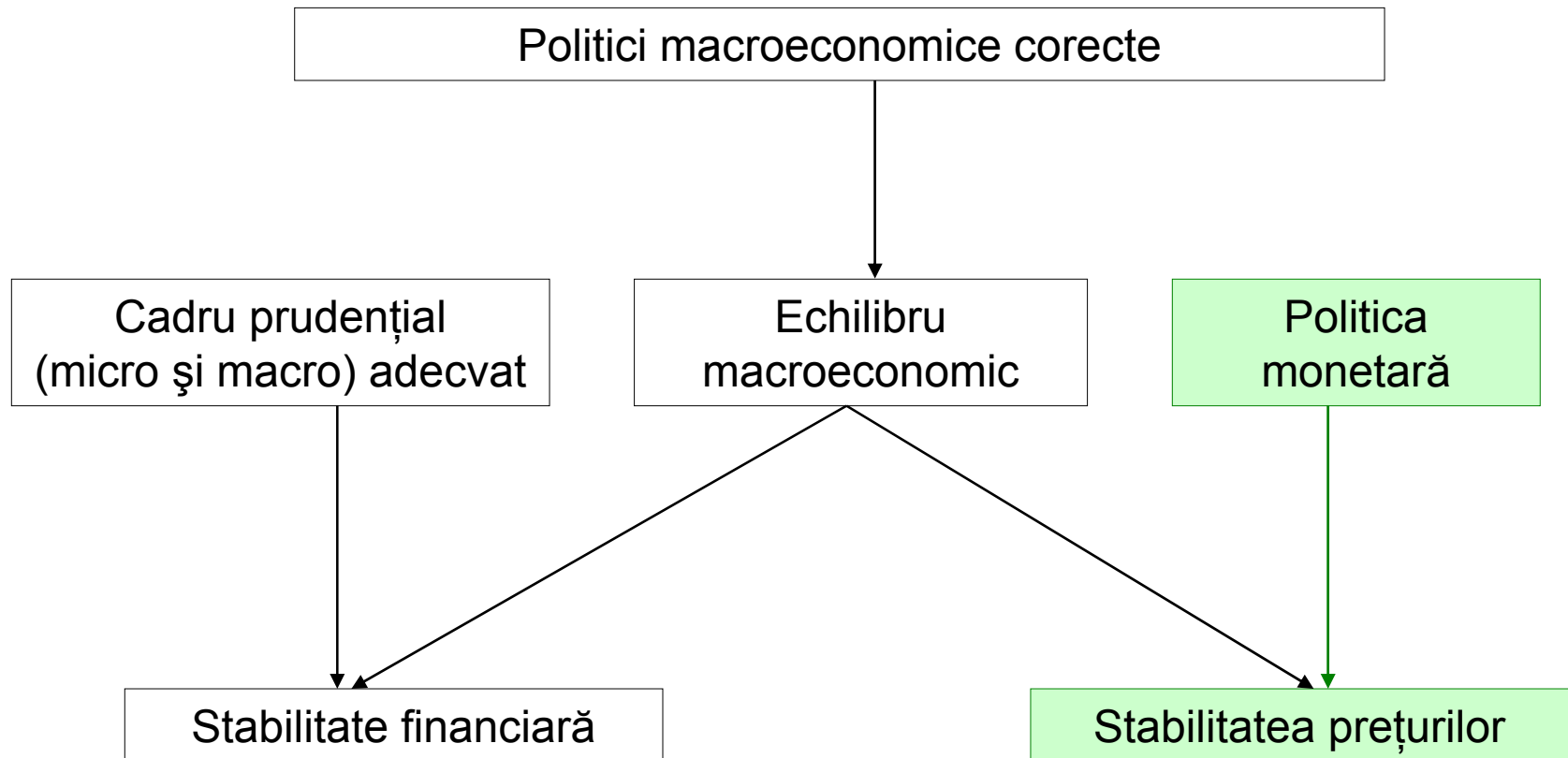
Înainte de criză: primele îndoieli și semnale de alarmă

- **King (1997):** bancherii centrali care iau în considerare doar inflația în formularea politicii monetare sunt „obsedați de inflație” (*inflation nutters*)
- **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 → frontul de luptă împotriva instabilității financiare nu trebuie neglijat
- **Caruana (2005):** deși există un cadru bine structurat pentru discutarea și aplicarea politicii monetare, gândirea în ceea ce privește stabilitatea financiară este mai puțin avansată
- **Isărescu (2006):**
 - ✓ în contextul deschiderii economiilor, ca urmare a procesului de globalizare, apare un conflict potențial între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară
 - ✓ stabilitatea financiară este esențială pentru eficacitatea politicii monetare și, în consecință, pentru asigurarea stabilității prețurilor

Criza: infirmarea evidentă a unor elemente ale gândirii convenționale

- Criza financiară globală a izbucnit în anul 2007 într-un mediu economic caracterizat prin niveluri reduse ale inflației (Marea Moderație) → stabilitatea prețurilor nu garantează stabilitatea financiară
- „Curățarea” consecințelor crizei financiare (*“mopping-up”*) se dovedește mult mai costisitoare decât intervenția autorităților pentru limitarea sau corectarea dezechilibrelor într-o fază timpurie a manifestării lor (*“leaning against the wind”*)
- Costurile asociate distorsiunilor pe care le generează un nivel relativ ridicat al inflației pot fi mai puțin importante decât pierderile provocate de distorsiunile din sectorul financiar (Stiglitz, 2010)

Poate fi eliberată politica monetară de obiective conflictuale?

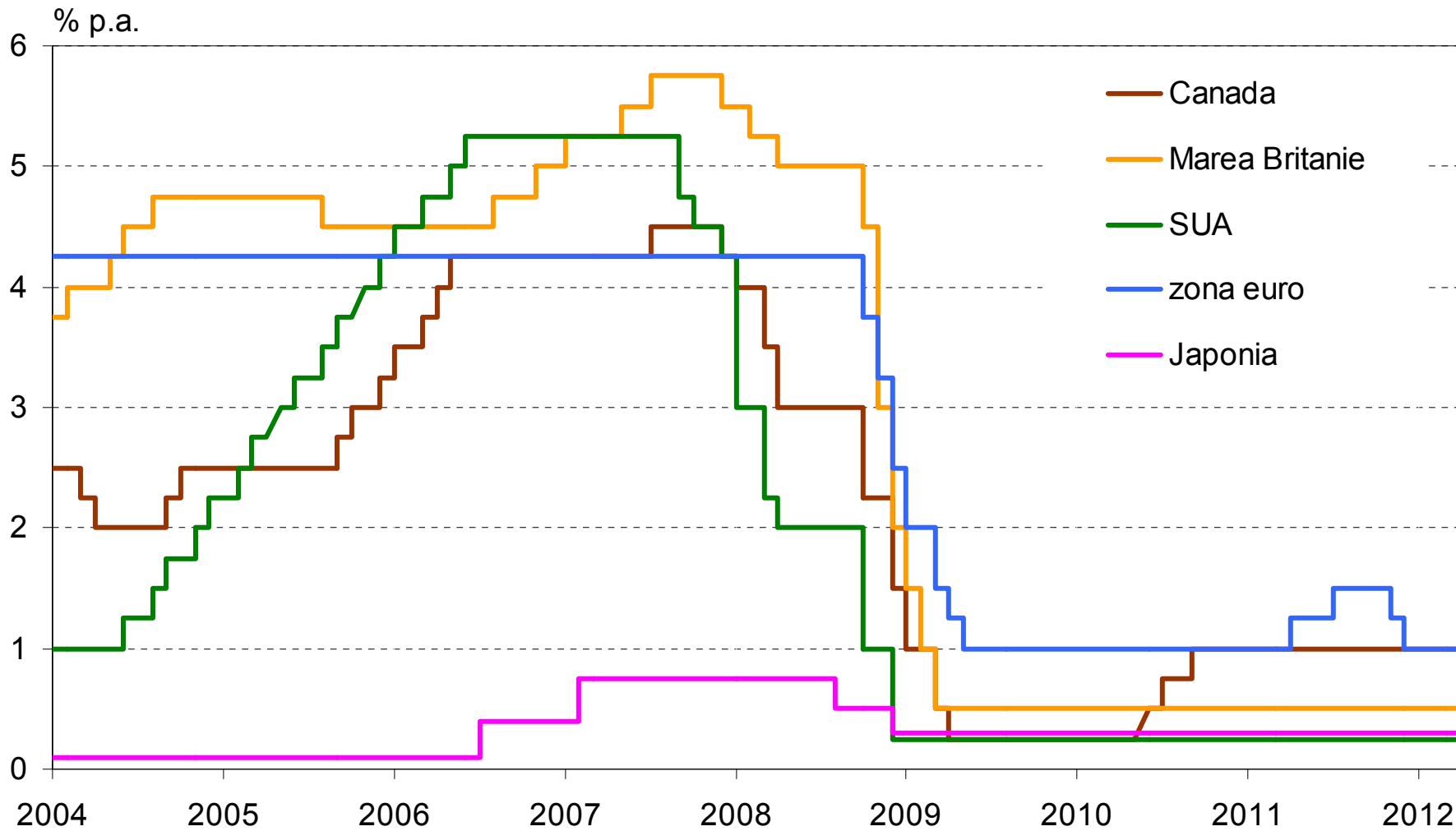


Comparație între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară ca obiective ale băncii centrale

	STABILITATEA PREȚURILOR	STABILITATEA FINANCIARĂ
Definiție generală	Clară	Gamă largă de definiții
Definiție operațională	Clară (cu indicator și țintă), mai ales dacă se practică țintirea directă a inflației	Nespecificată
Baza legală	Statutul băncii centrale	Interpretarea Statutului băncii centrale
Responsabilitatea băncilor centrale	Deplină	Parțială/împărțită cu alte instituții, fără granițe bine delimitate
Stadiul activității de cercetare	Avansat	În dezvoltare (problema a fost pusă relativ recent)

Sursa: Cihak (2006)

Băncile centrale ale principalelor economii dezvoltate au redus agresiv ratele dobânzii de politică monetară



Sursa: băncile centrale

Tipologia măsurilor neconvenționale de politică monetară

- Bernanke și Reinhart (2004) clasifică instrumentele neconvenționale de politică monetară în trei categorii principale:
 - ✓ „Angajamentul privind orientarea politicii monetare – *policy duration commitment*”
 - ✓ „Relaxare cantitativă – *quantitative easing*”
 - ✓ „Relaxare calitativă – *qualitative easing*” (sau „relaxarea creditului – *credit easing*”)
- După izbucnirea crizei, băncile centrale au recurs la un *mix* al acestor trei categorii de instrumente, însă termenul „**relaxare cantitativă**” s-a impus, ajungând să descrie întregul arsenal de măsuri neconvenționale

Angajamentul privind orientarea politicii monetare

- Constă în asigurarea încrederii investitorilor că ratele dobânzilor pe termen scurt vor fi menținute în viitor la un nivel mai scăzut decât cel anticipat de piață în absența angajamentului

- Cazuri recente:
 - ✓ **decembrie 2008: Fed** a anunțat că mediul economic nefavorabil justifică menținerea ratei dobânzii de referință la un nivel excepțional de scăzut pentru o perioadă considerabilă

 - ✓ **aprilie 2009: Banca Canadei** și-a asumat angajamentul să păstreze la 0,25 la sută rata dobânzii-cheie până în trimestrul II 2010 și a admis că decizia a fost determinată de faptul că rata dobânzii pe termen scurt nu mai putea fi redusă în continuare

 - ✓ **decembrie 2009: Banca Japoniei** și-a explicat intenția de a menține rata dobânzii-cheie la niveluri foarte scăzute, precizând că nu va tolera rate anuale ale inflației egale cu zero sau negative

Relaxarea cantitativă

- Vizează majorarea disponibilităților din conturile curente ale băncilor la banca centrală dincolo de nivelul necesar pentru aducerea ratei dobânzii *overnight* la zero

- Canale de acțiune ale relaxării cantitative:
 - ✓ efectul echilibrului portofoliului (*portfolio balance effect*): creșterea lichidității determină investitorii să se orienteze către alte active financiare, majorând astfel valoarea acestora și stimulând cererea finală (Goodfriend, 2000)

 - ✓ reducerea valorii așteptate a costurilor aferente serviciului datoriei publice și, prin aceasta, a valorii așteptate a impozitelor, ca urmare a creșterii permanente a ofertei de bani (Auerbach și Obstfeld, 2003)

Relaxarea calitativă

- Implică, de regulă, o expansiune a bilanțului băncii centrale, la fel ca în cazul relaxării cantitative, dar, spre deosebire de aceasta, accentul cade pe structura activelor și nu pe nivelul bazei monetare
- Urmărește modificarea structurii portofoliului de active deținut de sectorul privat și, implicit, schimbări la nivelul prețurilor relative ale acestora, cu consecințe asupra activității economice
 - ✓ dacă aplatizarea structurii la termen a ratei dobânzii și reducerea primelor de risc/lichiditate au capacitatea să stimuleze cererea agregată, politica monetară nu va fi ineficace, chiar dacă rata dobânzii fără risc pe termen scurt este zero

Măsuri de relaxare calitativă

- Măsuri care țin de rolul tradițional al băncii centrale de furnizor de lichiditate pe piața monetară interbancară
- Intervenții directe pe alte segmente ale pieței financiare
- Achiziția directă a obligațiunilor pe termen lung

Măsuri care țin de rolul tradițional al băncii centrale de furnizor de lichiditate pe piața monetară interbancară (1)

- Se concretizează în flexibilizarea unor proceduri operaționale standard, precum:
 - ✓ relaxarea cerințelor de eligibilitate a colateralului
 - ✓ extinderea listei instituțiilor admise drept contrapartide
 - ✓ extinderea maturității operațiunilor de furnizare de lichiditate
 - ✓ furnizarea directă de lichiditate în monede străine

Măsuri care țin de rolul tradițional al băncii centrale de furnizor de lichiditate pe piața monetară interbancară (2)

Relaxarea cerințelor de eligibilitate a colateralului

- Impactul a fost cu atât mai mare cu cât strictețea criteriilor de eligibilitate a colateralului în perioada anterioară crizei financiare a fost mai ridicată (cazul Fed, al Băncii Angliei sau al Băncii Canadei)
- Impactul exercitat a fost:
 - ✓ direct: asigurarea unui volum mai mare de lichiditate pentru sistemul bancar
 - ✓ indirect: diminuarea primelor de risc/lichiditate pe anumite segmente ale pieței creditului

Măsuri care țin de rolul tradițional al băncii centrale de furnizor de lichiditate pe piața monetară interbancară (3)

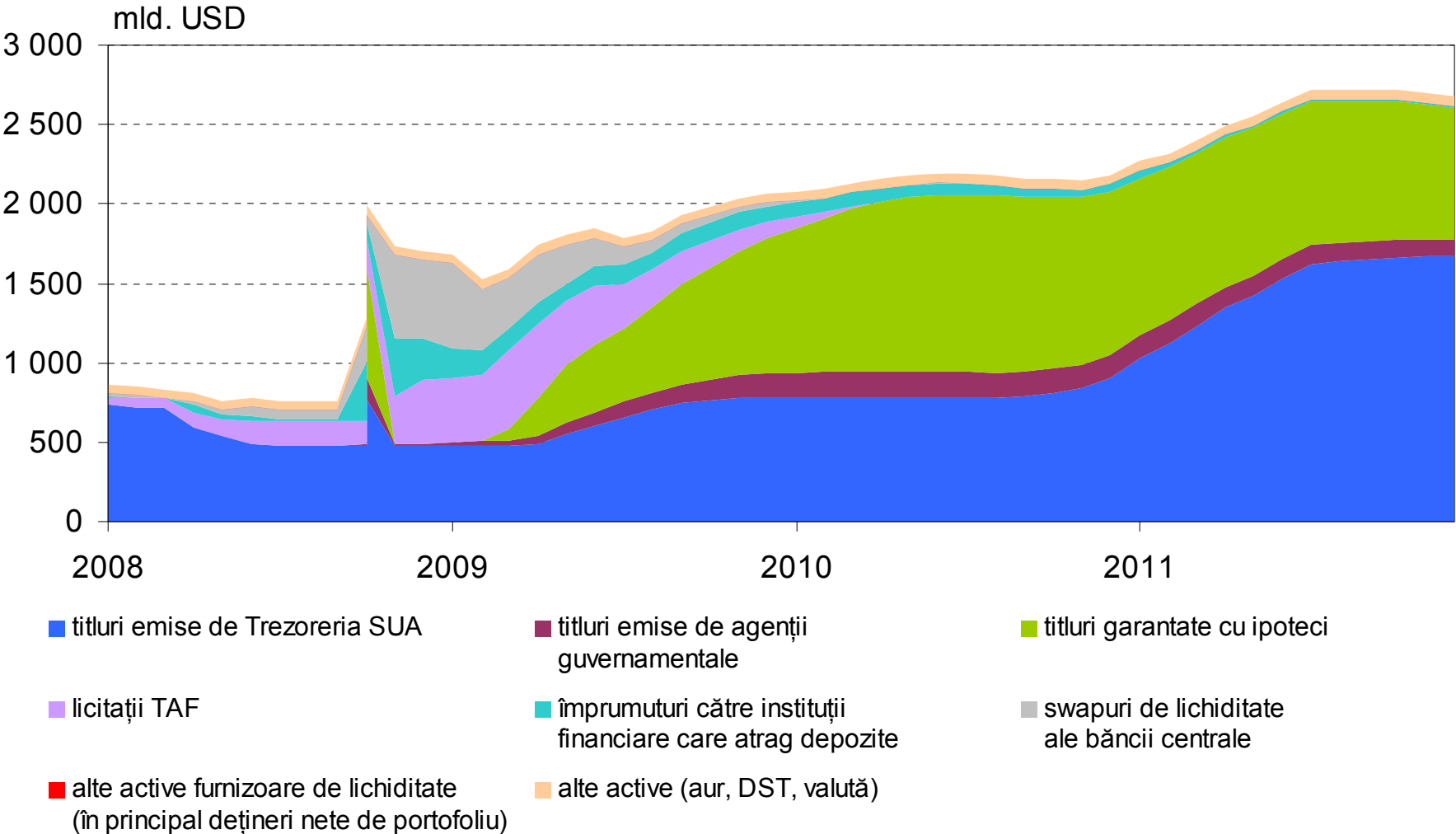
Extinderea listei instituțiilor admise drept contrapartide pentru operațiunile băncilor centrale

- A fost necesară în special pentru băncile centrale care se bazau pe un număr redus de instituții pentru implementarea operațiunilor de politică monetară (de exemplu, *dealerii* primari pentru Fed și Banca Canadei), în contextul unor disfuncționalități datorate lipsei încrederii reciproce între bănci
- Localizarea predominantă a disfuncționalităților pieței monetare la maturități mai îndepărtate a necesitat prelungirea scadențelor operațiunilor de furnizare de lichiditate (de la *overnight* ori 1 săptămână) la:
 - ✓ 3 luni (în cazul Fed, prin intermediul *Term Auction Facility*)
 - ✓ 1 an (Banca Japoniei, Banca Angliei, Banca Canadei, Riksbank, Banca Națională a Elveției)
 - ✓ 3 ani (BCE)

Intervenții directe pe alte segmente ale pieței financiare

- Constau în furnizarea directă de lichiditate pe alte piețe decât cea interbancară, a căror funcționare a fost afectată de criza financiară
- Urmăresc îmbunătățirea sentimentului investitorilor și reducerea primelor de risc/lichiditate pe aceste piețe
- Exemplu: după falimentul Lehman Brothers, Fed a inițiat programe de:
 - ✓ susținere, prin facilități de împrumut, a piețelor efectelor comerciale, fondurilor de piață monetară sau titlurilor cu active-suport
 - ✓ achiziții propriu-zise de active financiare

Activele Fed: expansiune rapidă după falimentul Lehman Brothers



Sursa: Fed Saint Louis

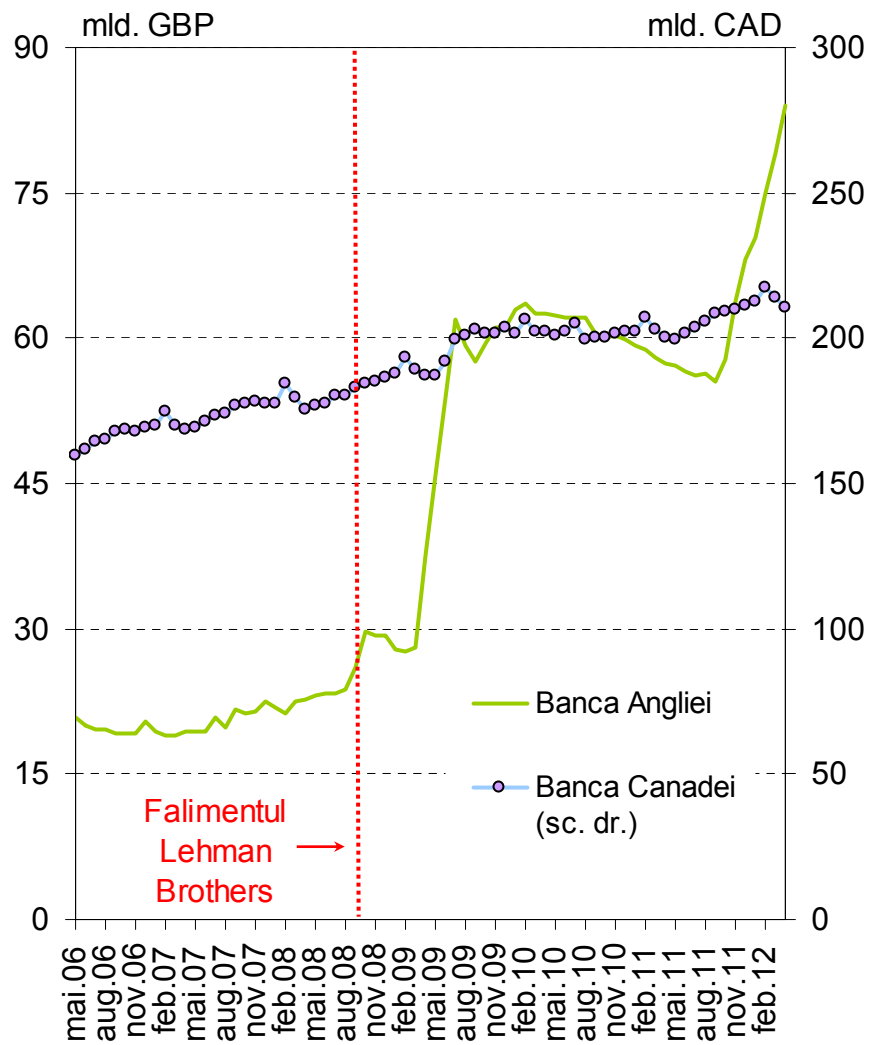
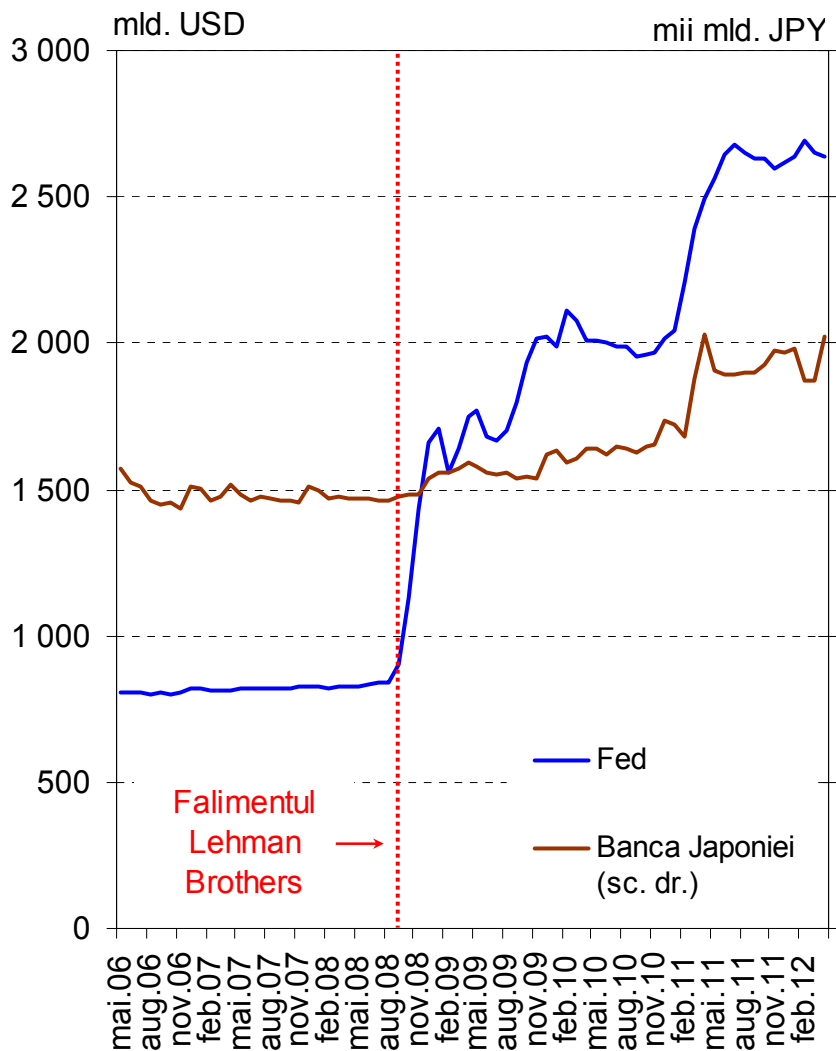
Amplitudinea măsurilor neconvenționale de politică monetară

- Nu poate fi redată cu suficientă acuratețe de un singur indicator

DAR

- **Dinamica bazei monetare** poate servi ca *proxy* pentru amplitudinea acțiunii politicii monetare, deoarece la nivelul acesteia se regăsesc, în final, modificările intervenite în activul și pasivul bilanțurilor băncilor centrale
 - ✓ Banca Angliei, Fed: majorări de peste 3 ori ale bazei monetare față de perioada precriză
 - ✓ Banca Japoniei, Banca Canadei: creșteri de aproximativ 20 la sută

Baza monetară, mai 2006 – aprilie 2012



Sursa: Fed, Banca Angliei, Banca Japoniei, Banca Canadei

Evoluția conexiunilor dintre orientarea și implementarea politicii monetare

Revenirea în forță a riscurilor de credit și de lichiditate pe piețele financiare a pus capăt unei „**epoci a inocenței**” în politica monetară (Liikanen, 2012)

- Înainte de criză: orientarea politicii monetare era indicată aproape integral de nivelul și traiectoria ratei dobânzii-cheie; celelalte aspecte ale politicii monetare erau considerate drept elemente ale implementării operaționale a acesteia
 - ✓ „Principiul separării” formulat de BCE: experții implicați în implementarea politicii monetare ar trebui „separați” de cei care stabilesc orientarea acesteia, astfel încât parametrii operațiunilor curente să nu ofere semnale privind conduita viitoare a politicii monetare
- Pe parcursul unor faze acute ale crizei: funcționarea pieței monetare interbancare a fost grav afectată, eficiența acesteia în alocarea lichidității fiind mult diminuată
 - ✓ distribuția lichidității între bănci a devenit extrem de importantă: nu a mai fost suficientă injectarea în piață a lichidității necesare, ci s-a impus ca băncile centrale să se asigure că aceasta ajunge la băncile care au cea mai mare nevoie de ea

CONSECINȚĂ:

- Unele elemente operaționale ale politicii monetare, privite anterior drept simple „technicalități”, au dobândit o importanță semnificativă în transmiterea de semnale privind orientarea politicii monetare

Potențialele impedimente în calea adoptării de măsuri neconvenționale de politică monetară în economiile emergente

- **Insuficienta dezvoltare a pieței obligațiunilor guvernamentale**, care limitează capacitatea băncii centrale de a achiziționa astfel de instrumente financiare
- **Insuficienta dezvoltare a pieței obligațiunilor corporative**, ceea ce face ca aceasta să nu reprezinte o sursă relevantă de finanțare a companiilor, chiar în condițiile în care funcționarea ei ar fi normală
- **Restricții de ordin legislativ în ceea ce privește achiziționarea de către banca centrală de obligațiuni guvernamentale și alte titluri financiare**
- **Un grad ridicat de dolarizare/euroizare a pasivelor interne** care limitează funcția băncii centrale de împrumutător de ultimă instanță
- **Existența unui curs de schimb fix**
- **Insuficientă credibilitate în ceea ce privește reducerea inflației**, ceea ce poate face ca adoptarea măsurilor neconvenționale să fie percepută de către piețe ca o renunțare la disciplina antiinflaționistă
- **Vulnerabilitatea monedei naționale la ieșirile de capitaluri**

România: cât de convenționale au fost politicile practicate de BNR înainte de criză?

Măsuri orientate către reducerea inflației și liberalizarea financiară ...

- Promovarea unei flexibilități sporite a cursului de schimb al leului (începând cu noiembrie 2004)
- Adoptarea strategiei de țintire directă a inflației (în august 2005)
- Liberalizarea deplină a contului de capital (finalizată în anul 2006)

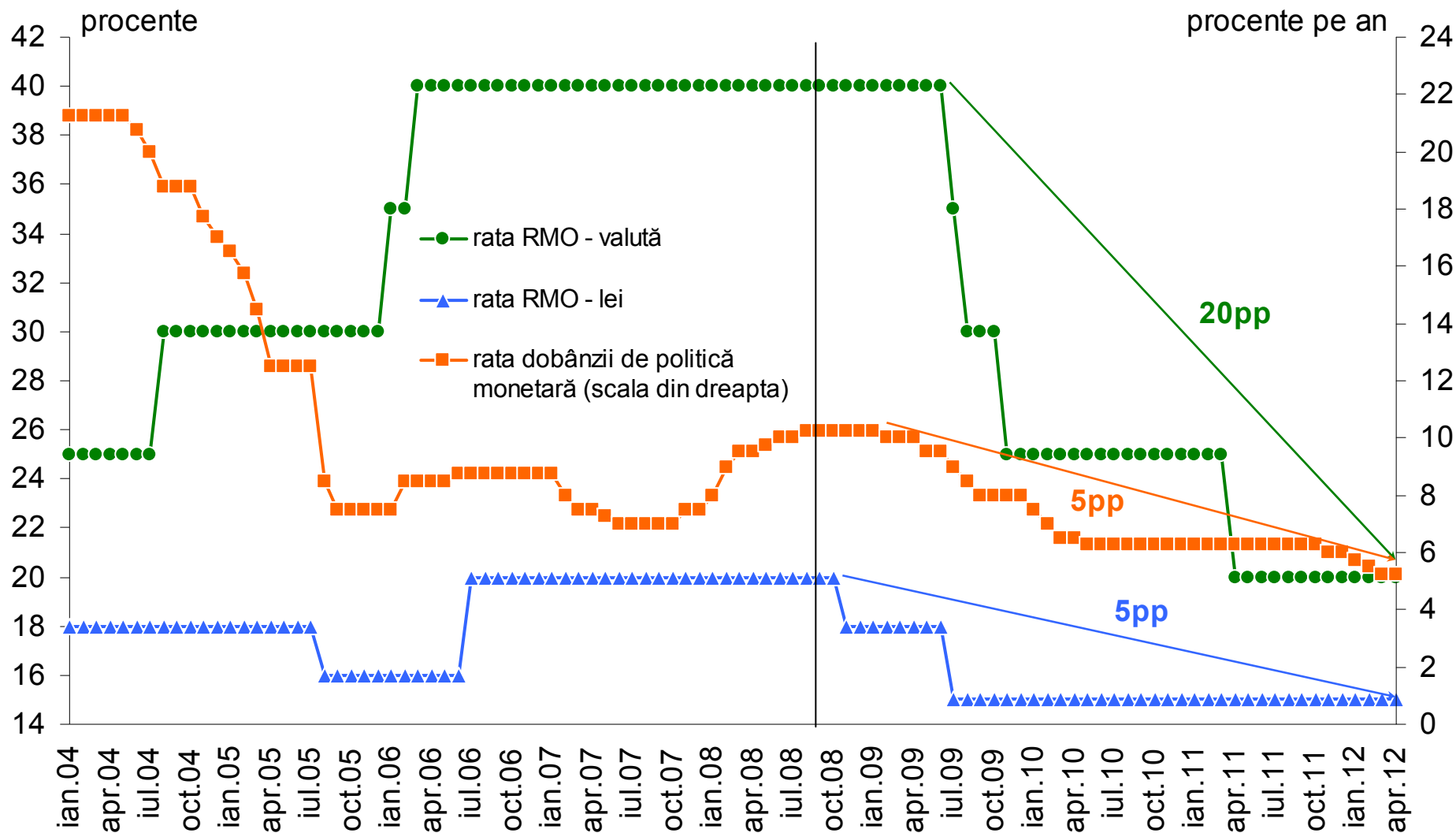
... dar și preocupări privind stabilitatea financiară:

- Niveluri foarte ridicate ale RMO (40 la sută la valută și 20 la sută la lei la finele anului 2007, față de 2 la sută în zona euro și în multe țări din UE)
- Limitarea aprecierii excesive a monedei naționale prin cumpărări relativ importante de valută efectuate de BNR pe piață în perioada 2004 – august 2007; rezervele valutare acumulate au servit ulterior pentru intervenții în sensul temperării deprecierei
- Completarea instrumentarului BNR cu măsuri „neortodoxe” de natură administrativă și prudențială



La momentul declanșării crizei financiare globale, politica monetară a dispus de o marjă de manevră substanțială

România: caracter anticiclic al politicii monetare, atât înainte, cât și ulterior declanșării crizei globale



Sursa: Banca Națională a României

România: particularități ale contextului economic și financiar în perioada crizei globale

Impactul crizei globale asupra României s-a manifestat preponderent indirect

- Recesiunea economică a fost puternică, iar ajustarea deficitului de cont curent substanțială
- Sectorul financiar, neexpus la active toxice, și-a menținut soliditatea, băncile neavând probleme de solvabilitate (nu a fost necesară acordarea de sprijin din fonduri publice pentru nicio bancă)



Spre deosebire de situația din unele economii dezvoltate, în România politica monetară a operat într-un mediu marcat în mai mare măsură de dificultățile din sfera economiei reale decât de spectrul unei eventuale destabilizări a sistemului financiar

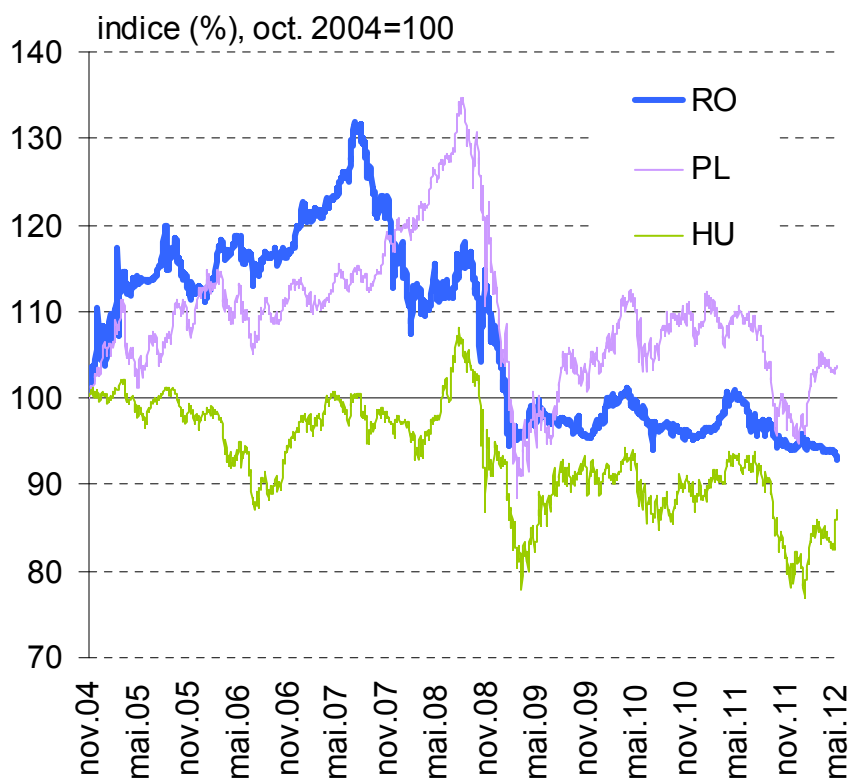
România: volatilitate relativ moderată a cursului de schimb

- După declanșarea crizei financiare globale, leul a fost mai puțin volatil decât zlotul sau forintul, intervențiile BNR urmărind:
 - ✓ evitarea unei deprecieri excesive, de natură să afecteze stabilitatea sistemului bancar
 - ✓ prevenirea unei aprecieri nesustenabile din perspectiva echilibrului extern

România: evitarea fluctuațiilor excesive ale cursului de schimb în condițiile unui grad înalt de substituție valutară

Evoluția cursului de schimb (euro/monedă națională)

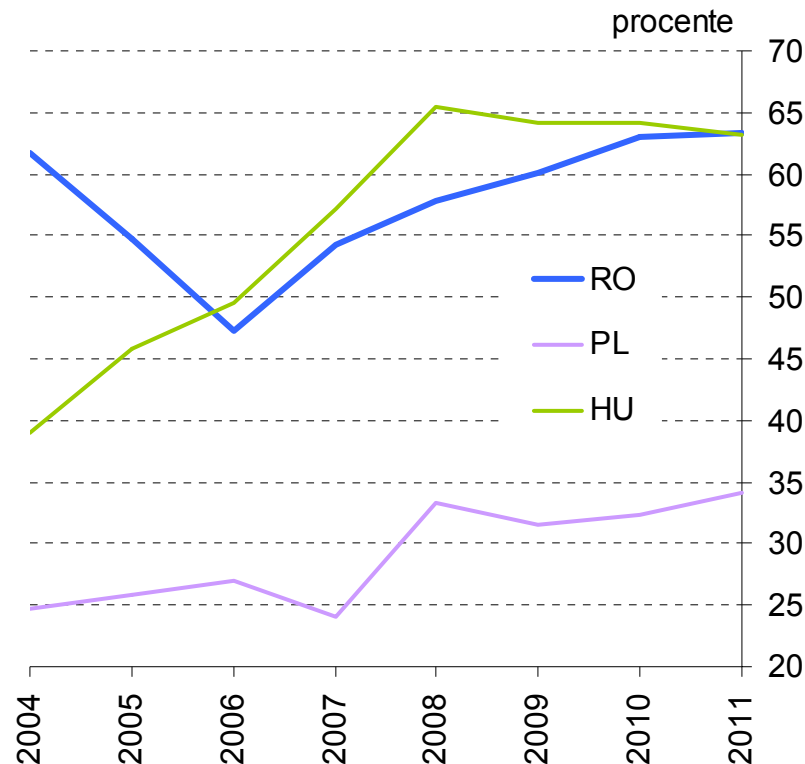
- în termeni nominali -



(>100%) apreciere; (<100%) depreciere

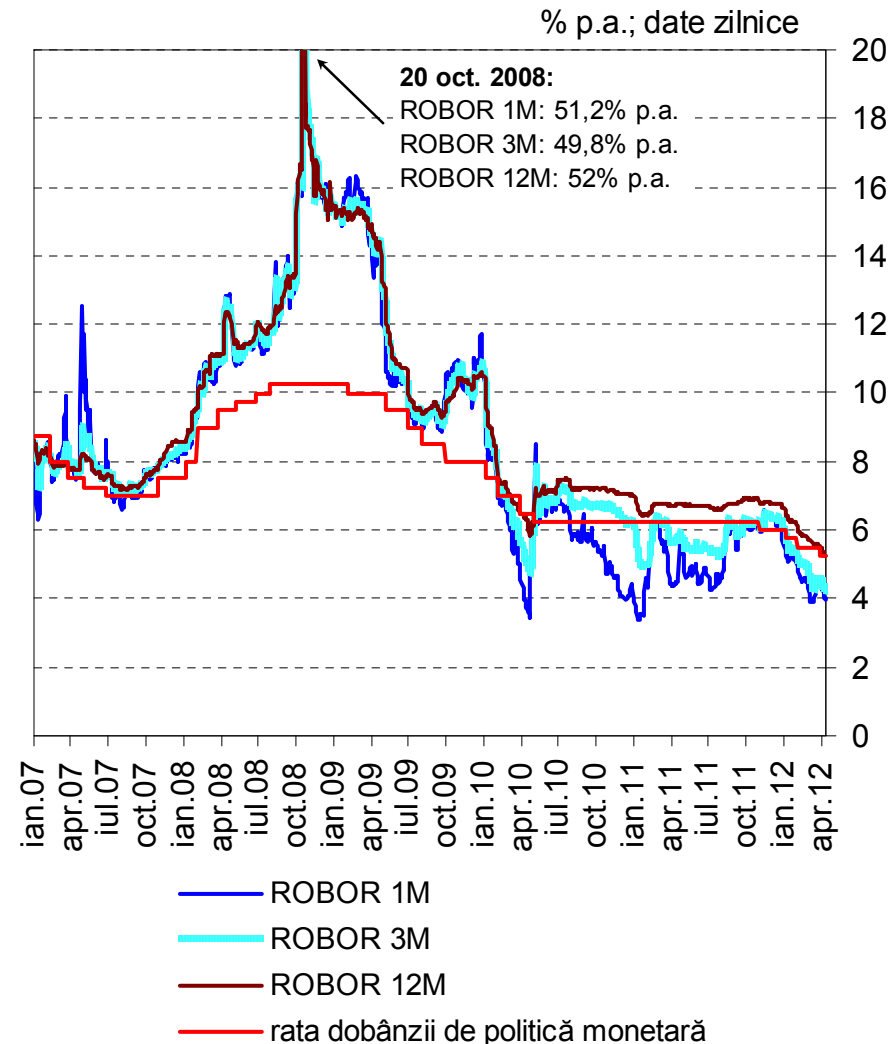
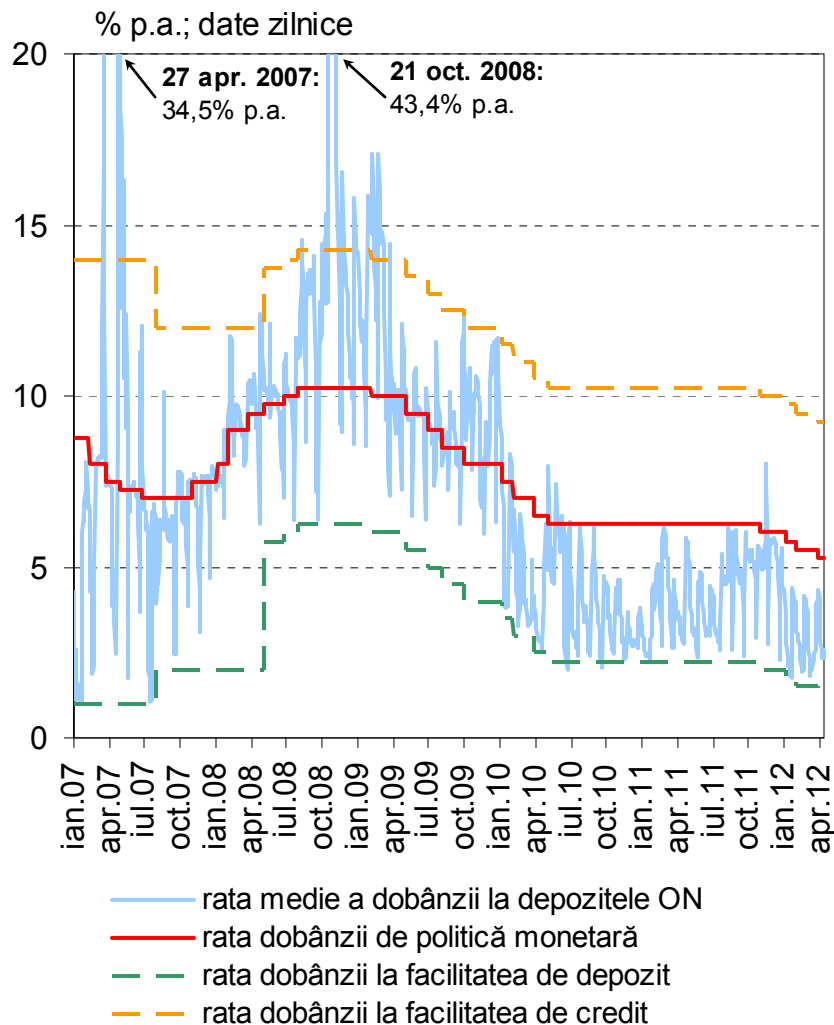
Sursa: Eurostat

Ponderea creditului în valută în total credit acordat sectorului privat



Sursa: bănci centrale

România: comportament normal al ratelor dobânzilor pe piața monetară interbancară ulterior episodului din octombrie 2008



Sursa: BNR

Formularea politicii monetare postcriză: se impun schimbări substanțiale?

- Evoluția gândirii economice este influențată și impulsionată de crizele majore
- Dacă înainte de criză se considera că marile provocări la adresa cadrului de elaborare a politicii monetare au fost, cel puțin în linii mari, depășite, a devenit evident că a fost doar o iluzie
- Realitatea s-a dovedit mult prea complicată pentru a fi gestionată aplicând o viziune bazată strict pe scheme teoretice ideale
- Este necesară regândirea conexiunilor sau retrasarea frontierelor dintre:
 - ✓ stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară
 - ✓ politica monetară și funcția de împrumutător de ultimă instanță a băncii centrale
 - ✓ politica monetară și politica fiscală
 - ✓ orientarea politicii monetare și implementarea acesteia

Formularea politicii monetare postcriză: există puncte de plecare către un nou consens?

- Recunoașterea fără echivoc a interconexiunilor strânse existente între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară impune luarea în considerare a acestora în elaborarea politicii monetare
- Doar o combinație echilibrată și bine coordonată de politici macroeconomice (monetară, fiscală și a veniturilor) și prudențiale poate asigura stabilitatea economică și financiară
- Abordarea “*inflation first*” („mai întâi trebuie redusă inflația”) devine contraproductivă în condiții de instabilitate financiară
- Orientarea politicii monetare nu este întotdeauna semnalată exclusiv de traiectoria ratei dobânzii-cheie, ci, în anumite circumstanțe, și de deciziile operaționale ale băncii centrale (referitoare la nivelul lichidității sau la colateralul eligibil)

Formularea politicii monetare postcriză: câteva semne de întrebare

- Ar fi necesară promovarea unei anumite flexibilități tactice în conducerea politicii monetare, astfel încât băncile centrale să poată efectua ajustări și la nivelul obiectivelor, nu doar al instrumentelor?
 - ✓ o astfel de abordare ar diminua predictibilitatea politicii monetare, dar ar permite ca, atunci când este cazul, considerentele de stabilitate financiară să poată prevala asupra obiectivului de inflație
- Este oportună o reevaluare a nivelului dezirabil al inflației?
Cât de jos este prea jos?
 - ✓ similar problematicii intrărilor de capital, ne putem întreba și în cazul stabilității prețurilor: cât de mult dintr-un lucru bun este prea mult?
- Vor deveni instrumentele neconvenționale, la care s-a apelat în contextul crizei globale, parte integrantă a noului cadru convențional de politică monetară?

Bibliografie selectivă (1)

- Auerbach, Alan,
Obstfeld, Maurice *“The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap”*, Federal Reserve Bank of San Francisco, martie 2003
- Bernanke, Ben S.,
Reinhart, Vincent R. *“Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”*, American Economic Review, Vol. 94, No. 2, 2004
- Caruana, Jaime *“Basel II – Back to the Future”*, discurs susținut cu ocazia “The 7th HKMA Distinguished Lecture”, Hong Kong, 4 februarie 2005
- Čihák, Martin *“Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports”*, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 23-27 octombrie 2006
- Crockett, Andrew *“International Standard Setting in Financial Supervision”*, Lecture at the Cass Business School, City University, London, 5 februarie 2003

Bibliografie selectivă (2)

- Goodfriend, Marvin *“Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy”*,
Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 32, 2000
- Isărescu, Mugur *„Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară”*,
disertație susținută cu ocazia decernării titlului de
Doctor Honoris Causa al Universității din Pitești,
8 decembrie 2006
- King, Mervyn *“Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion
in Practice”*, Journal of Monetary Economics, 1997
- Liikanen, Erkki Discurs susținut în cadrul colocviului *“Monetary Policy
in Unconventional Times”*, BCE, mai 2012
- Stiglitz, Joseph E. *“Rethinking Macroeconomics: What Went Wrong and
How to Fix It”*, Adam Smith Lecture, European
Economic Association Annual Congress, Glasgow,
august 2010