

Rolul politicii monetare

în mix-ul de politici macroeconomice

Disertație

cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa
al Universității de Vest din Timișoara

Academician Mugur Isărescu

Timișoara, 8 noiembrie 2007

Cuprins

I.	Care ar trebui să fie funcția-obiectiv a politicii monetare?	3
II.	Obiectivele economice și mix-ul de politici. „Diviziunea muncii” între politicile economice	21
III.	România: obiectivul pe termen lung, prioritățile și provocările	24
IV.	Vulnerabilitățile economiei și factorii care ar putea conduce la materializarea lor	42
V.	Este mix-ul de politici pregătit să reducă vulnerabilitățile și să facă față provocărilor?	46
VI.	Concluzii	63

**I. Care ar trebui să fie funcția-obiectiv
a politicii monetare?**

Politica monetară și obiectivele sale (1)

- **Nu a existat dintotdeauna un consens pe plan mondial privind:**
 - ✓ Obiectivul/obiectivele politicii monetare
 - ✓ Modalitățile prin care sunt îndeplinite acestea
- **În perioada de după acordul de la Bretton Woods, politica monetară a fost însărcinată cu menținerea de rate de schimb fixe, însă a acordat prioritate și asigurării ocupării depline a forței de muncă la nivel național**
 - ✓ Încredere într-o corelație negativă permanentă între șomaj și inflație (Phillips)
 - ✓ Management activ al ratei dobânzii pe termen scurt
 - ✓ Rezultat: stagflația din anii '70 și colapsul sistemului Bretton Woods

Politica monetară și obiectivele sale (2)

- **Monetariștii au susținut primordialitatea stabilității prețurilor și controlul agregatelor monetare pentru a elimina stabilirea discreționară a ratei dobânzii**
 - ✓ **Premise:**
 - managementul activ al ratei dobânzii accentuează amplitudinea fluctuațiilor ciclului economic (Friedman)
 - existența unei relații stabile între masa monetară (M) pe de o parte, venitul real (Q) și nivelul prețurilor (P) pe de altă parte în condițiile în care viteza de circulație a banilor (V) era considerată constantă – ecuația lui Fischer: $MV = QP$
 - verticalitatea curbei Phillips pe termen lung (efectul așteptărilor inflaționiste – Friedman, Phelps)
- **Dezvoltarea instituțiilor și a piețelor financiare a făcut dificil și, ulterior, imposibil controlul agregatelor monetare, ca urmare a accentuării instabilității vitezei de circulație a banilor**

Politica monetară și obiectivele sale (3)

- **S-a ajuns la concluzia că îndeplinirea obiectivului primordial al politicii monetare nu este condiționată de controlul agregatelor monetare**
 - ✓ Utilizarea agregatelor monetare ca obiective intermediare a pierdut teren
 - ✓ Instrumentul de politică monetară utilizat preponderent în prezent este rata dobânzii
 - nu este lipsit de dificultăți: „capcana lichidității” (Keynes) – niveluri apropiate de zero ale ratei nominale a dobânzii pot aduce politica monetară în incapacitate de a acționa (cazul Japoniei)

Politica monetară și stabilizarea macroeconomică pe termen scurt (1)

- Pe termen scurt, politica monetară are efecte reale \Rightarrow întărirea politicii monetare sprijină reducerea inflației și are impact negativ asupra creșterii economice
- Problema de decizie a băncii centrale la momentul t este, de regulă, formalizată prin minimizarea, prin instrumentele de politică monetară, a unei funcții de pierdere (L_t) de forma:

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

unde:

π – rata inflației

π^* – inflația-țintă compatibilă cu stabilitatea prețurilor

y – rata de creștere a PIB

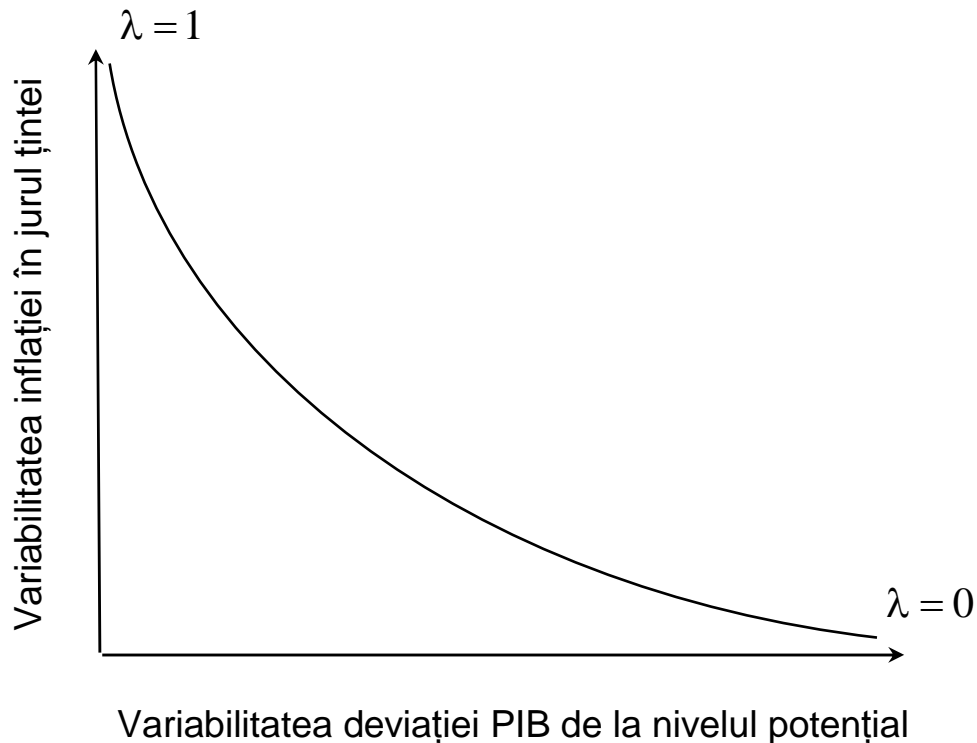
y^* – rata de creștere a PIB potențial

δ – coeficient dinamic de actualizare

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

Trade-off între variabilitatea inflației și variabilitatea PIB

- Frontiera eficientă a politicii monetare: performanță în stabilizare a unei reguli de politică monetară optimă în funcție de parametrul de preferință λ



Politica monetară și stabilizarea macroeconomică pe termen scurt (2)

- În practică λ nu este niciodată zero: bancherii centrali nu sunt „obsedați de inflație” (Mervyn King)
- Un λ diferit de zero introduce gradualism în politica monetară
- Cu cât λ este mai mic, cu atât autoritatea monetară este mai conservatoare: atribuie o importanță mai mare reducerii inflației decât contracției economice concomitente
- Funcția de pierdere penalizează doar fluctuațiile excesive ale activității economice induse în cursul urmăririi obiectivului stabilității prețurilor
- În anumite perioade critice, obiectivul menținerii stabilității financiare are prioritate asupra oricărui alt obiectiv. În funcția de pierdere, aceasta se concretizează în adăugarea unui termen de forma $\gamma(i_t - i_{t-1})^2$ care penalizează volatilitatea ratei dobânzii în baza teoriei că aceasta este puternic corelată cu stabilitatea financiară a piețelor

Probleme asociate obiectivului stabilizării inflației în jurul țintei (1)

- Ce e mai bine sa țintești: indicele prețurilor de consum (IPC) sau inflația *core*?
- Argumente în favoarea inflației *core*:
 - ✓ Politica monetară nu poate influența prețurile volatile (legume, fructe, ouă etc.)
 - ✓ Inflația *core* se află sub controlul politicii monetare și poate fi previzionată utilizând modele de prognoză
 - ✓ Politica monetară ar putea fi întărită excesiv în condițiile țintirii IPC când prețurile volatile cresc

Probleme asociate obiectivului stabilizării inflației în jurul țintei (2)

- Alte modalități de cuantificare a inflației
 - ✓ Indicele prețurilor producției industriale
 - ✓ Indicele cheltuielilor de consum personal (mai mic decât IPC) – SUA
 - ✓ Salariile (Mankiw și Reis)

- Ce nivel trebuie să aibă inflația țintă (π^*)?
 - ✓ În țările dezvoltate π^* tinde să fie 2 la sută. Un nivel mai mic nu este rezonabil deoarece:
 - prețurile au o tendință naturală de a crește (la o inflație anuală de 2 la sută, prețurile se dublează la fiecare 35 de ani)
 - nivelul trebuie să fie suficient de înalt pentru a oferi protecție împotriva deflației

Probleme asociate estimării PIB potențial

Dificultăți tehnice în estimarea PIB potențial:

- Rata naturală a șomajului sau PIB potențial?
- Din funcția Cobb-Douglas: dificultăți în ceea ce privește stocul de capital (nu există date utilizabile cu privire la acesta)
- Multiple măsuri ale NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) dintr-o funcție Phillips
 - ✓ Absența unei estimări larg acceptate a nivelului NAIRU în multe țări europene
 - ✓ Dispariția consensului în SUA
- Identificarea lui y^* utilizând un filtru univariat (de exemplu Hodrick-Prescott sau *band-pass*) este lipsită de conținut economic

Este necesară o specializare a politicii monetare? (1)

- Teoria economică neoclasică sugerează un răspuns afirmativ:
 - ✓ Cantitatea de bani este neutră pe termen lung
 - nu există o relație negativă pe termen lung între inflație și șomaj (curba Phillips este verticală pe termen lung)
 - nu poate afecta pe termen lung nivelul sau rata de creștere a PIB („Dacă ar fi fost posibilă generarea de creștere economică pe termen lung prin simpla tipărire de bani, ne-am fi creat demult prin monetizare standarde de viață substanțial îmbunătățite” (Lawrence H. Meyers)
 - ✓ Politica monetară determină rata inflației din economie pe termen lung

Este necesară o specializare a politicii monetare? (2)

✓ Argumente suplimentare:

- Existența „decalajelor lungi și variabile” (Milton Friedman) în transmiterea impulsurilor politicii monetare
 - este posibil ca mecanismele de autostabilizare ale economiei de piață să scoată economia dintr-o recesiune mai înainte ca o politică monetară expansionistă să-și facă simțit impactul ⇒ capcana recursului abuziv la „manetele de control” ale economiei
- Problema „inconsistenței dinamice” a politicii monetare (Kydland & Prescott; Barro & Gordon,)
 - comportamentul agenților economici depinde de așteptările pe care le au în legătură cu politica monetară din viitor
 - o politică monetară concentrată pe crearea de expansiune economică pe termen scurt va sfârși prin a fi perfect anticipată de agenții economici ⇒ inflație mai mare în condițiile în care nivelul activității economice rămâne același ⇒ echilibru suboptim

Este necesară o specializare a politicii monetare? (3)

- Asigurarea stabilității prețurilor apare ca obiectivul unic și natural al politicii monetare:
 - ✓ Este obiectivul pe care politica monetară îl poate atinge
 - ✓ Este o precondiție a bunei funcționări a unei economii de piață
 - facilitează extragerea conținutului informațional al modificării prețurilor relative
 - reduce prima de risc încorporată în ratele dobânzii
 - evită alocarea de resurse excesive activităților de *hedging*
 - elimină distorsiunile induse de inflație în funcționarea sistemelor de taxare și a celor de asigurări sociale
 - previne redistribuirea arbitrară a veniturilor și a averilor

O precauție neo-keynesistă (1)

- Regula Taylor definește politica de dobânzi printr-o funcție lineară de deviația inflației de la țintă și de deviația PIB de la nivelul compatibil cu ocuparea deplină

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

unde:

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

- În literatura de specialitate, regula Taylor este considerată o descriere adecvată a modului în care se adoptă deciziile de politică monetară de către FED, dar și de către alte bănci centrale
 - ✓ Ghidează politica monetară în vederea reconcilierii stabilității prețurilor și a ocupării depline, obiective uneori divergente pe termen scurt

O precauție neo-keynesistă (2)

- *Svensson*: Regulile de tip Taylor sunt adesea greșit înțelese și li se acordă o importanță exagerată
 - ✓ Nicio bancă centrală nu și-a asumat în mod explicit urmărirea unei astfel de reguli
 - ✓ Băncile centrale răspund la un set mult mai complex de informații decât cel avut în vedere de regula Taylor
 - din estimările econometrice ale regulilor de tip Taylor, cel puțin o treime din modificările ratei dobânzii sunt explicate de alți factori decât cei avuți în vedere în această specificație
 - *Tobin*: „În fapt, dacă Fed ar fi implementat Regula lui Taylor în perioada 1993-1997, economia ar fi înregistrat un nivel excesiv de înalt al șomajului și ar fi pierdut aproape două puncte procentuale din PIB pe an. Motivul a fost că [...] NAIRU corespunzător PIB potențial a fost de cel puțin 6 procente, pe când el s-a dovedit a fi cel mult 5 procente și probabil mai scăzut.
- Greenspan* a fost îndreptățit să promoveze o politică discreționară în condițiile în care informațiile disponibile arătau că mai mult *output* putea fi produs fără pericol inflaționist”

De ce să ne concentrăm numai asupra inflației?

- Politica monetară nu poate să reducă pe termen scurt șomajul fără a genera inflație
- Când piața muncii este tensionată și creează presiuni inflaționiste, banca centrală poate răspunde prin controlul $\pi - \pi^*$ (primul termen din funcția de pierdere)
- Există și un element cultural în preferința majorității țărilor pentru țintirea inflației și nu a unui nivel al ocupării sau al PIB
 - ✓ Țările care au avut hiperinflație preferă ca stabilitatea prețurilor să fie obiectivul primordial al politicii monetare (Germania)
- Chiar dacă există argumente pentru a ține cont și de ocupare (sau nivelul producției), în general este mai benefic să arăți clar pieței care este principalul obiectiv
- Se poate ca urmărirea exclusivă a obiectivului stabilității prețurilor să compenseze o volatilitate mai ridicată pe termen scurt a activității economice prin predictibilitatea sporită asigurată inflației

Obiectivele politicii monetare în practica băncilor centrale (1)

- BCE: „menținerea stabilității prețurilor”, dar și „fără a prejudicia obiectivul stabilității prețurilor, [...] creștere economică neinflaționistă și durabilă respectând mediul, [...] nivel ridicat de ocupare și protecție socială”
(Tratatul de la Maastricht)
- FED: „ocupare deplină, stabilitatea prețurilor și rate moderate ale dobânzilor pe termen lung”
(*Federal Reserve Act*)
 - ✓ În fapt, în perioada 1979-1982 – reducerea inflației
 - ✓ După 1982 – un relativ echilibru între inflație și ocuparea forței de muncă

Obiectivele politicii monetare în practica băncilor centrale (2)

- În cazul BCE, obiectivele altele decât stabilitatea prețurilor sunt în mod clar subordonate și condiționale
- În cazul FED, obiectivele au importanță egală și sunt aparent conflictuale
 - ✓ Pe termen lung obiectivele sunt perfect compatibile:
 - „obiectivele statuate de asigurare a stabilității prețurilor și a ocupării depline a forței de muncă sunt aproape în întregime complementare, [...] stabilitatea prețurilor este atât un scop al politicii monetare cât și un mijloc prin care politica monetară își poate atinge celelalte obiective ” (Bernanke)
 - ✓ Soluționarea eventualelor conflicte pe termen scurt depinde de preferințele autorității monetare formalizate în funcția sa de pierdere

II. Obiectivele economice și mix-ul de politici. „Diviziunea muncii” între politicile economice

„Diviziunea muncii” între politici

- **Creșterea economică** trebuie adresată prin măsuri structurale vizând: politica fiscală, bugetară, piața muncii, comerțul etc.
- **Stabilitatea prețurilor** este responsabilitatea politicii monetare
- **Stabilitatea externă** trebuie să fie în sarcina politicii fiscale, care împreună cu politica veniturilor trebuie să ajute competitivitatea externă

Cooperarea dintre politici

- Dacă politicile sunt armonizate, obiectivele pot fi atinse
- În cazul apariției unor dezechilibre, corecțiile trebuie efectuate în concordanță cu “diviziunea muncii”
- Este important ca fiecare politică să realizeze corecțiile la timp pentru a nu împovăra excesiv alte politici
- Nu orice derapaj creat de nefuncționarea adecvată a unei politici poate fi corectat de alte politici
 - ✓ În România, politica monetară a suplinat în anii 2005, 2006 și 2007 insuficiența tărie a politicilor fiscale și de venituri, iar costul se vede în prezent: un deficit de cont curent îngrijorător și în continuă creștere
- Uneori, dezechilibrele sunt atât de mari încât politicile economice nu mai reușesc să restabilească echilibrul

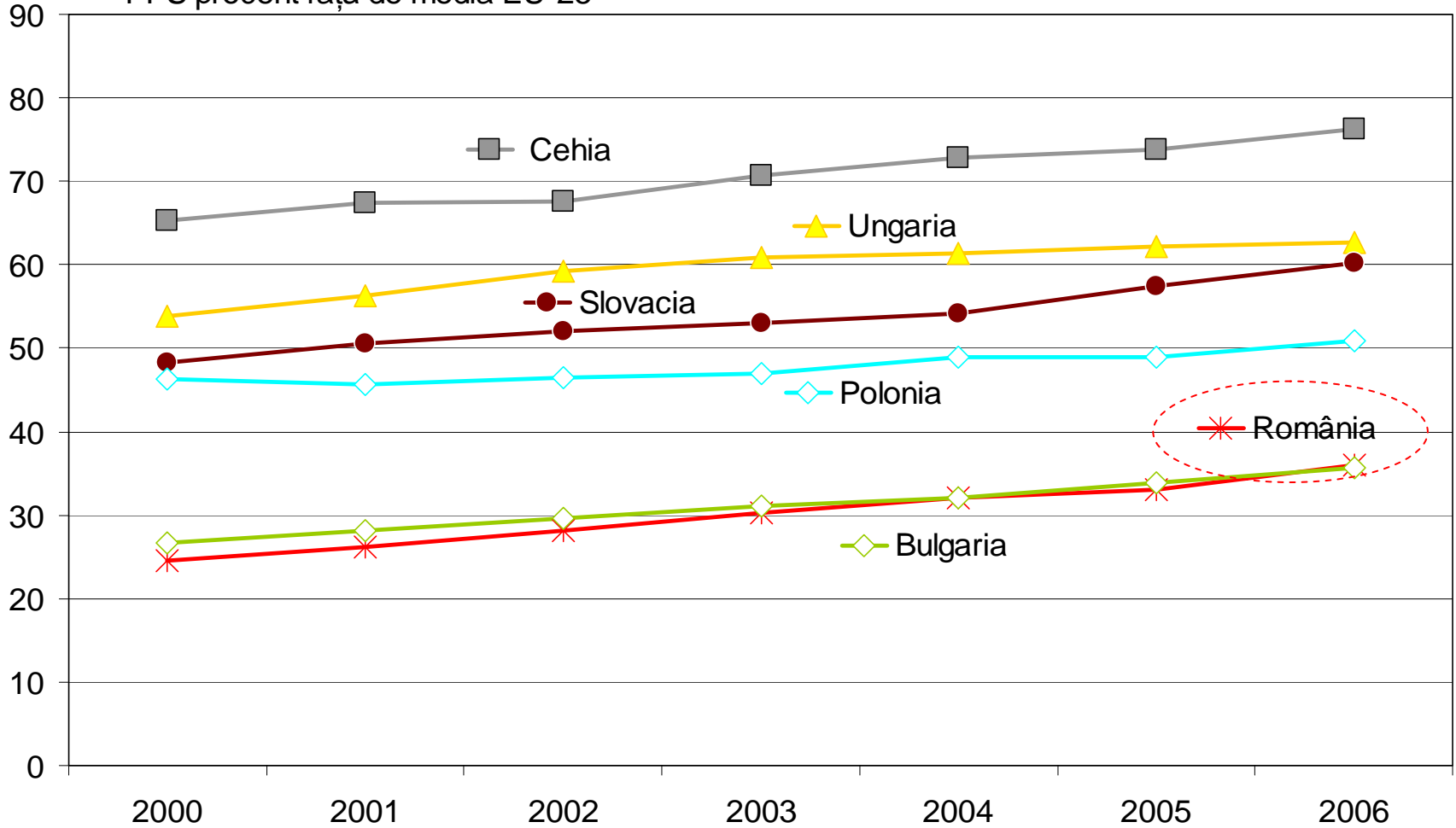
III. România: obiectivul pe termen lung, prioritățile și provocările

Obiectivul pe termen lung al României

- **Convergența cu standardele de viață din Uniunea Europeană**
- Acest obiectiv necesită o creștere economică susținută
- **CONVERGEM SUSTENABIL?**

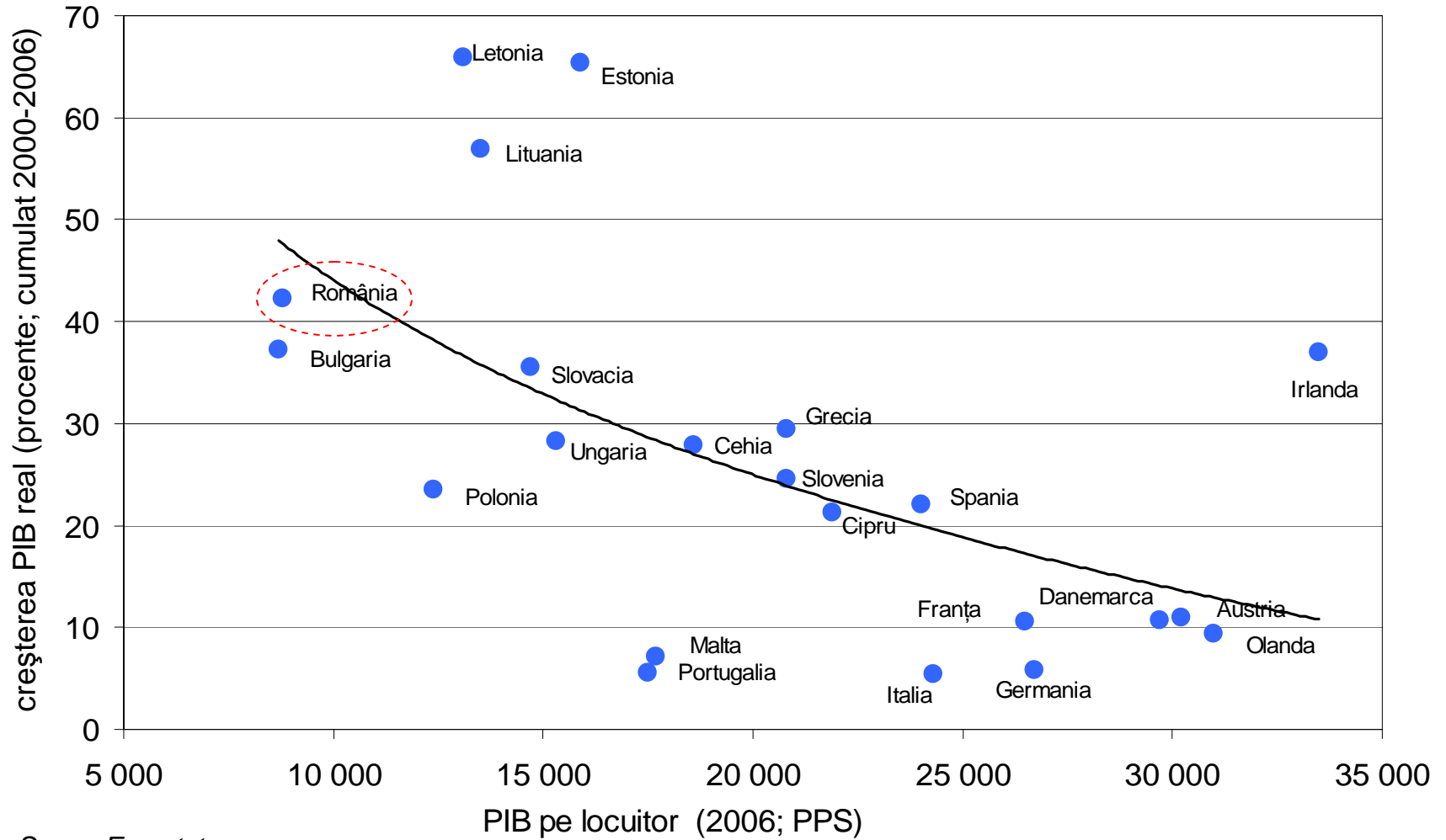
PIB pe locuitor

PPS procent față de media EU-25



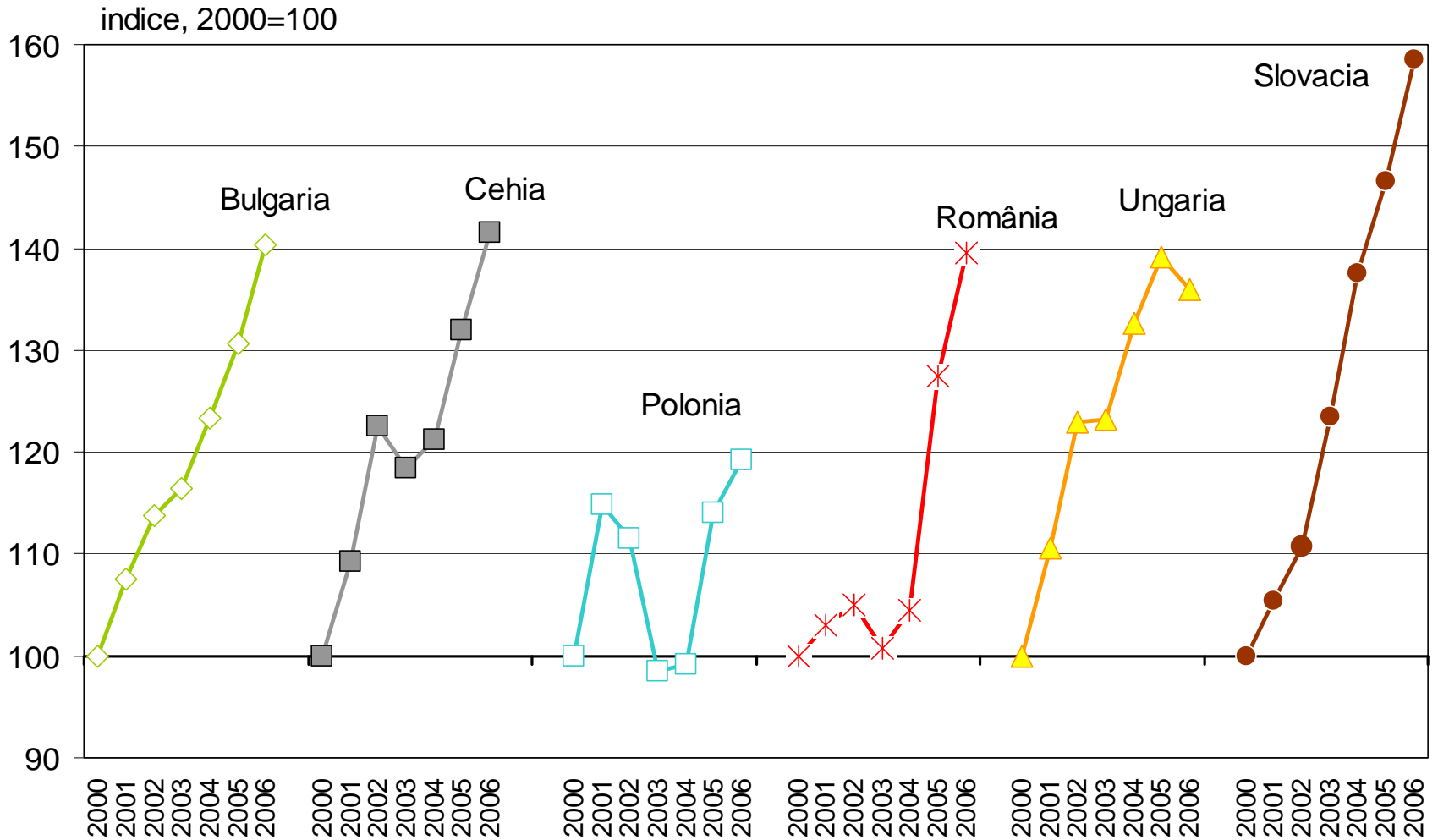
Sursa: Eurostat

Creșterea reală și convergența



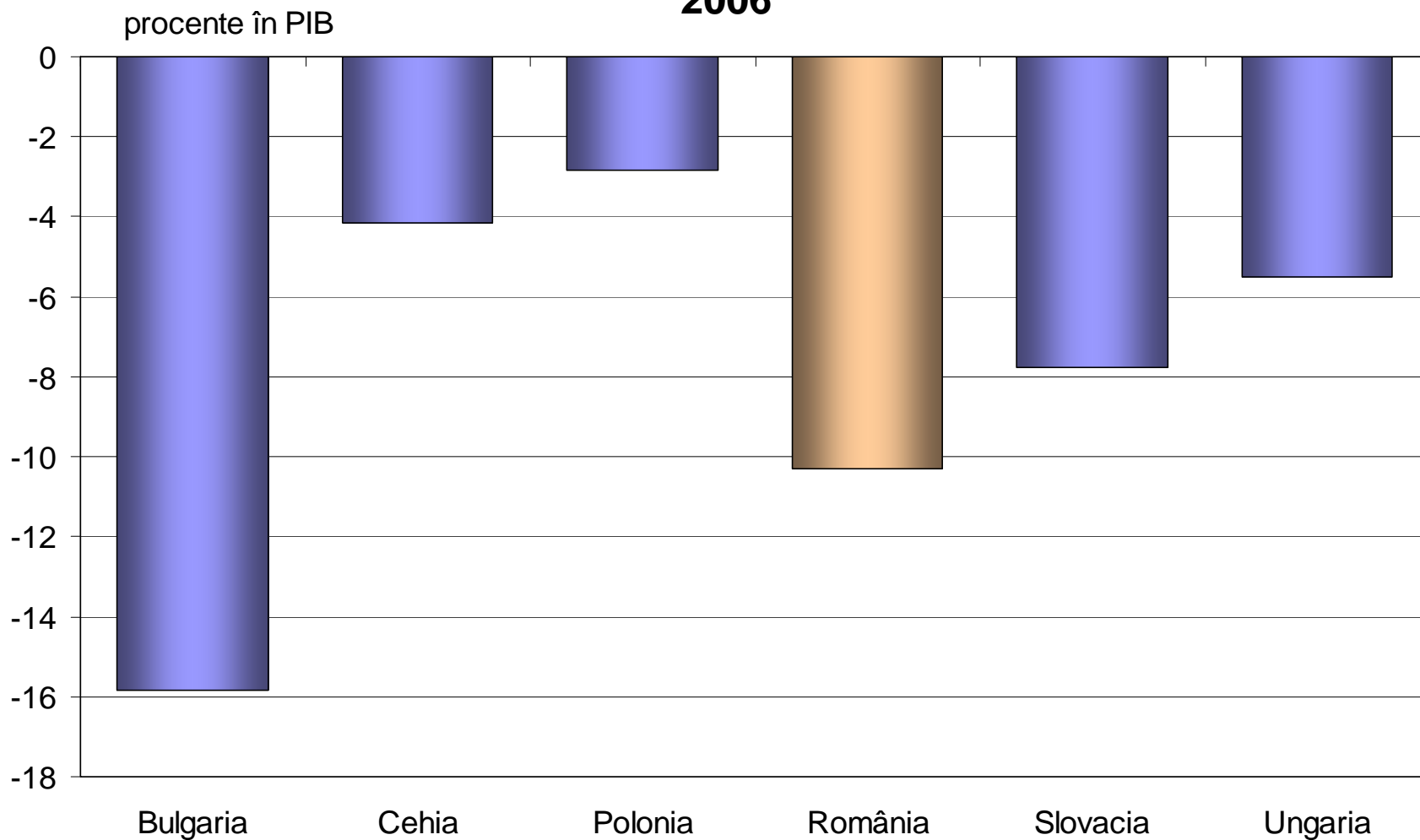
Sursa: Eurostat

Cursul real de schimb față de EUR



Sursa: Eurostat, INS, BNR

Soldul contului curent 2006



Sursa: Eurostat, Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României

Caracteristici ale convergenței reale în economiile din Europa Centrală și de Est

- Rata de creștere economică este mare în faza de început a procesului de convergență
- Veniturile *per capita* cresc
- Capitalurile străine sunt utilizate intens (intrări masive)
- Cursul real de schimb se apreciază

Este convergența cu UE lipsită de provocări?

- Pentru a rămâne puternică și sustenabilă, compatibilă cu obiectivul convergenței cu standardele de viață din UE, creșterea economică necesită:
 - ✓ Prezervarea stabilității macroeconomice
 - ✓ Continuarea reformelor structurale
- O creștere economică prea rapidă, posibilă pe perioade scurte, dar care supraîncălzește economia, îi poate afecta stabilitatea

Care este provocarea pentru mix-ul de politici?

- **Principala provocare:** convergența cu standardele de viață europene concomitent cu menținerea stabilității macroeconomice și a competitivității internaționale a economiei
 - ✓ Se impune ca în timp ce economia converge în plan real, parametrii nominali să evolueze către nivelurile prevăzute în Tratatul de la Maastricht

Cum se situează România din perspectiva provocării pentru mix-ul de politici?

- Rata de de creștere economică s-a accelerat comparativ cu anii anteriori ...
- ... reflectând consum și investiții în creștere, PIB-ul situându-se uneori peste potențial
- Aprecierea nominală a monedei, determinată mai ales de intrările de capitaluri a sprijinit dezinflația ...
- ... dar excesul de cerere s-a reflectat în importuri mai mari și în deteriorarea contului curent și, mai recent, în accelerarea inflației ...
- ... care accentuează erodarea competitivității externe

Criteriile de la Maastricht
(Indicatori de convergență nominală)

Indicatorii de convergență nominală	Criterii Maastricht	România	
		2006	2007
Rata inflației (procente, medie anuală)	<1,5 pp peste media celor mai performanți 3 membri UE (2,8 la sută ^{***})	6,56	4,3 ¹⁾
Ratele dobânzilor pe termen lung (procente pe an)	<2 pp peste media celor mai performanți 3 membri UE (6,2 la sută ^{***})	...	6,7 ²⁾
Cursul de schimb față de euro (apreciere/depreciere procentuală maximă față de media pe doi ani*)	+ / -15 procente	+6,4 / -9,1	+11,0 / -6,4
Deficitul bugetului consolidat** (procente în PIB)	sub 3 la sută	1,9	3,2 ¹⁾ (2,8 conform metodologiei FMI)
Datoria publică** (procente în PIB)	sub 60 la sută	12,4	12,6 ¹⁾

1) date programate

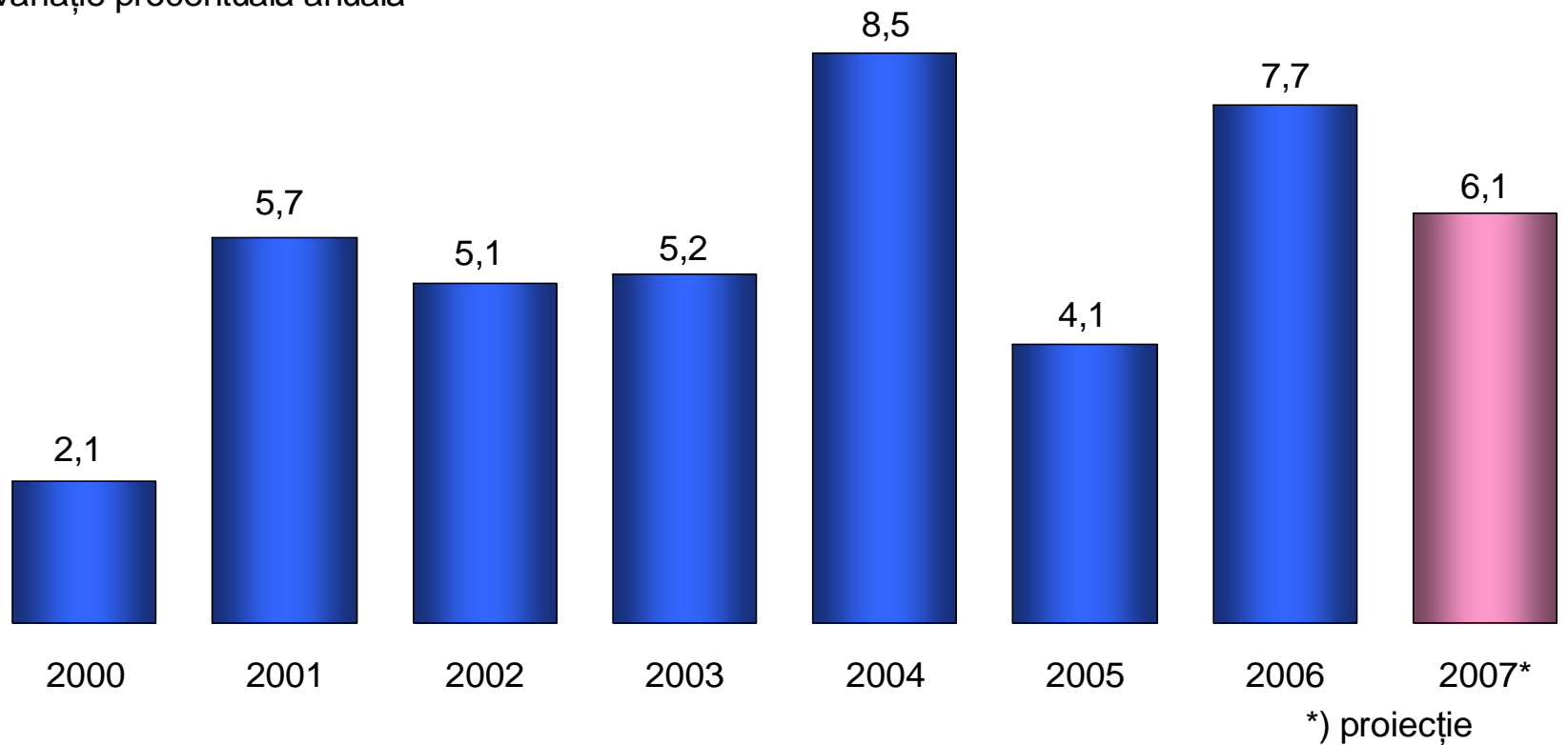
2) la emisiunea titlurilor de stat din 10 septembrie 2007

*) A fost luate în considerare perioadele 2005-2006 și respectiv oct.2005-sept.2007; **) conform metodologiei ESA95; ***) Conform Raportului de convergență al BCE - decembrie 2006

Sursa: Eurostat, BCE, Institutul Național de Statistică, Banca Națională a României

➤ Ritmul creșterii economice este ridicat

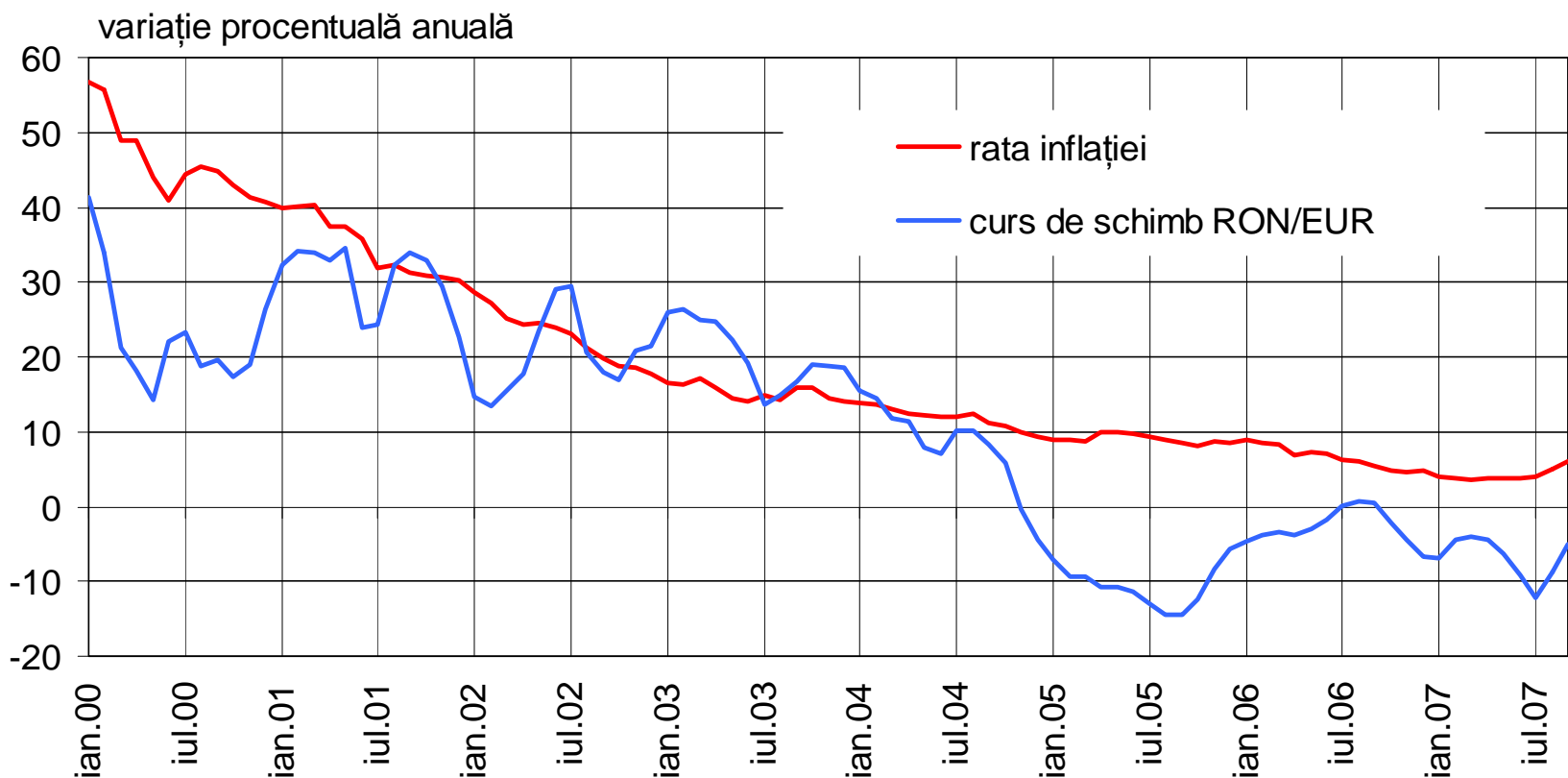
variație procentuală anuală



Sursa: Institutul Național de Statistică; Comisia Națională de Prognoză

Sem.I 2007: 5,8%

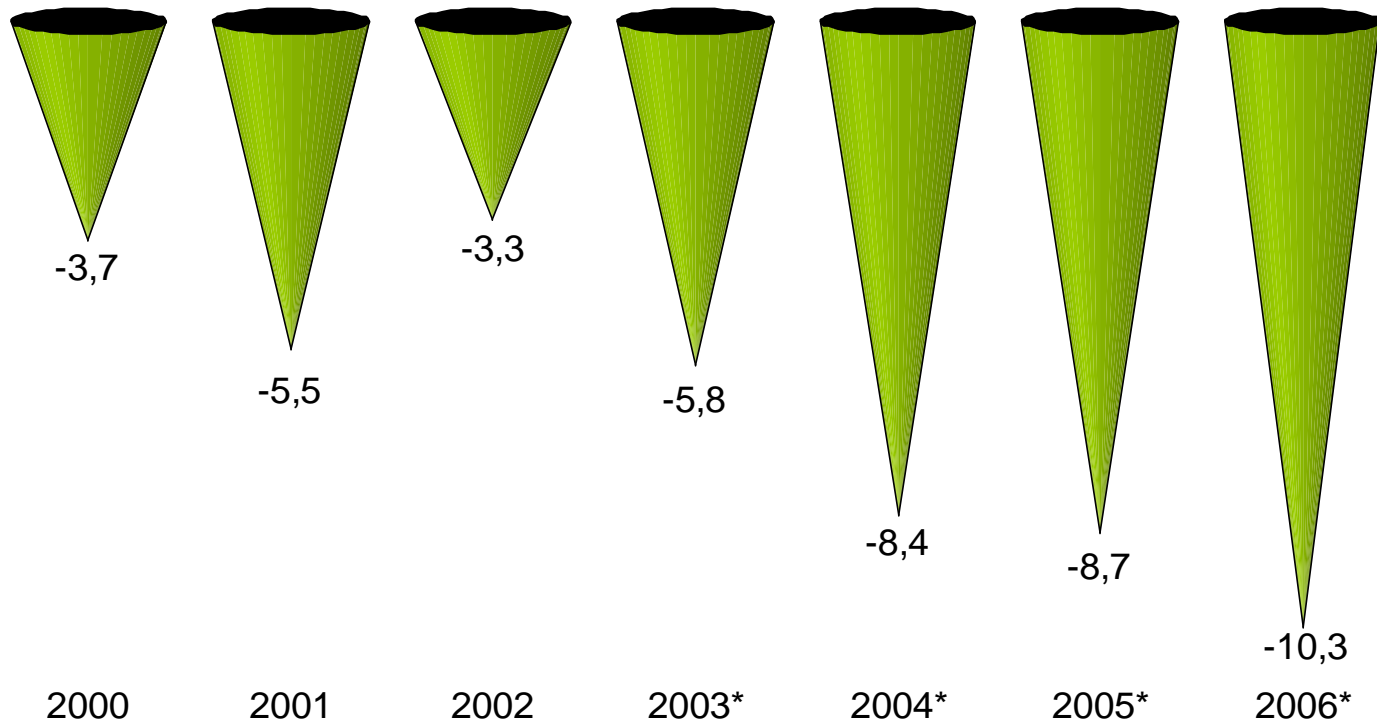
➤ **Aprecierea nominală a leului a compensat efectul din partea cererii agregate sprijinind dezinflația ...**



Sursa: Institutul Național de Statistică; calcule Banca Națională a României

- ... dar excesul de cerere s-a reflectat în importuri mai mari și în majorarea deficitului de cont curent

procente



Sursa: Institutul Național de Statistică; Banca Națională a României

*) include profitul reinvestit

Prioritățile care decurg din provocarea privind mix-ul de politici (1)

Priorități pentru creșterea economică

- Îmbunătățirea capacității de implementare a proiectelor de investiții pentru a absorbi fondurile disponibile de la UE
- Creșterea cheltuielilor publice de capital pentru a îmbunătăți infrastructura
- Continuarea eforturilor de îmbunătățire a climatului de investiții, inclusiv prin:
 - ✓ Continuarea aducerii cadrului instituțional la standardele europene
 - ✓ Continuarea privatizării și restructurării întreprinderilor pentru a sprijini creșterea productivității

Prioritățile care decurg din provocarea privind mix-ul de politici (2)

Prioritatea principală pentru politicile de menținere a stabilității

- Prioritatea principală pe termen scurt este **întărirea politicilor macroeconomice**, necesitatea sa rezultând din:
 - ✓ Expansiunea puternică a sectorului privat, însoțită de intrări masive de capital
 - ✓ Aprecierea reală a monedei naționale
 - ✓ Accentuarea dezechilibrelor externe și a vulnerabilităților asociate
 - ✓ Acumularea de presiuni inflaționiste pe partea cererii și accelerarea inflației

Ierarhia politicilor economice rezultată din prioritatea pe termen scurt

- Politica fiscală joacă rolul cheie în asigurarea stabilității macroeconomice
 - ✓ Reducerea deficitului bugetar are impact direct asupra contului curent
- Prin întărirea politicilor fiscale și a veniturilor se eliberează o parte din povara politicii monetare
- Politica monetară se confruntă cu o dilemă: atingerea țintei de inflație prin creșterea ratei dobânzii generează presiuni pentru aprecierea monedei
 - ✓ Aprecieri semnificative ale leului pot fi inversate brusc, cu consecințe pentru ritmul dezinflației și pentru stabilitatea sistemului financiar

Provocări pentru politicile de macrostabilizare

- Conceperea mix-ului de politici astfel încât să susțină creșterea, limitând concomitent vulnerabilitățile
- Reducerea deficitului fiscal, deși cheltuielile cu infrastructura cresc, pentru a compensa creșterea deficitului de cont curent indusă de dezvoltarea sectorului privat
- Continuarea dezinflației, concomitent cu creșterea cheltuielilor publice, care pune presiune pe prețuri
- Politica veniturilor trebuie să rămână suficient de prudentă pentru
 - ✓ Sprijinirea politicii monetare în lupta cu inflația
 - ✓ Compensarea presiunilor pentru aprecierea leului
- Evitarea situării ratelor dobânzilor la niveluri:
 - ✓ Superioare celor necesare atingerii țintei de inflație, deoarece acestea ar crea presiuni suplimentare pentru aprecierea monedei
 - ✓ Inferioare celor care nu asigură atingerea țintei de inflație

IV. Vulnerabilitățile economiei și factorii care ar putea conduce la materializarea lor

Cu ce vulnerabilități se confruntă economia românească?

➤ Nivelul relativ înalt al deficitului de cont curent:

- ✓ Reflectă în bună măsură, procesul de convergență reală cu Uniunea Europeană

DAR

- ✓ Relevă și vulnerabilitatea economiei la o schimbare în percepția investitorilor străini

➤ *Vulnerabilitate externă:*

- ✓ Ajustarea cursului de schimb care ar corespunde unei scăderi a finanțării externe generată de schimbarea percepției investitorilor străini

➤ *Vulnerabilitate internă:*

- ✓ Discrepanța între obligațiile crescânde în valută ale agenților economici și activele lor în valută

Care ar fi mecanismul de transmisie a vulnerabilității externe la cea internă?

- Supraîncălzirea economiei contribuie la lărgirea, în continuare, a deficitului de cont curent și la presiunile inflaționiste
- Când aceste efecte nu sunt însoțite de o întărire corespunzătoare a politicilor de stabilizare crește probabilitatea apariției unei schimbări în percepția investitorilor
- Această schimbare poate conduce la o scădere a intrărilor de capital și la o corecție rapidă a cursului de schimb (depreciere)
- În aceste condiții, creșterea economică s-ar încetini, iar inflația ar crește
- Capacitatea de rambursare a datoriilor ar scădea, atât la nivelul gospodăriilor populației, cât și la nivelul companiilor.
- Sectorul bancar s-ar confrunța cu o creștere majoră a riscului de credit
- Dacă răspunsul nu ar veni din partea altor politici, așa cum ar fi normal, atunci BNR ar fi nevoită să crească ratele dobânzii

Ce ar putea declanșa o schimbare în percepția investitorilor?

➤ Factori externi:

- ✓ Prelungirea apetitului scăzut pentru risc instaurată după criza de pe piața creditelor imobiliare cu risc sporit în SUA și UE. O prelungire a perioadei în care disponibilitatea de a accepta riscul rămâne la un nivel scăzut poate afecta leul în special în condițiile în care:
 - există anticipații că deficitul contului curent va depăși 14-16 la sută din PIB
 - finanțarea acestui deficit se realizează preponderent prin împrumuturi pe termen scurt

➤ Factori interni:

- ✓ Relaxarea politicii fiscale în anul 2008
- ✓ Eventuala percepere de către piață a reacției BNR ca târzie sau insuficientă
- ✓ Perspectiva negativă asupra politicilor economice în cazul în care alegerile pentru Parlamentul European ar evidenția o foarte joasă popularitate pentru guvern
- ✓ Alegerile generale programate pentru 2008 și cele prezidențiale programate pentru 2009, care limitează disponibilitatea guvernului pentru întărirea semnificativă a politicii fiscale

**V. Este mix-ul de politici pregătit
să reducă vulnerabilitățile
și să facă față provocărilor?**

Cum arată mix-urile de politici pentru 2007 și 2008?

- A fost proiectat în concordanță cu provocările identificate?
- Este mix-ul proiectat să sprijine creșterea și să reducă vulnerabilitățile?
- Este posibil ca sub actualul mix de politici vulnerabilitățile să se materializeze?

Politica fiscală

- Deși ar trebui să joace rolul principal în limitarea vulnerabilităților, programarea unei întăriri a politicii fiscale a fost dificilă, având în vedere:
 - ✓ Necesitatea dezvoltării infrastructurii
 - ✓ Datoria publică scăzută
 - ✓ Situația politică
- Surplusul bugetar din primele 8 luni ale anului 2007 a fost în linie cu obiectivul reducerii inflației și al limitării vulnerabilităților, DAR piața anticipează o accelerare a cheltuielilor bugetare spre finele anului
- Pentru anul 2008 este programată o relaxare fiscală

CONSECINȚE:

- ✓ Un deficit fiscal semnificativ în 2007 sau 2008 va accentua presiunile inflaționiste
- ✓ Anticipațiile privind majorarea deficitului fiscal ar putea declanșa deteriorarea percepției investitorilor străini, ceea ce ar conduce la materializarea vulnerabilităților

Politica veniturilor

- Creșteri semnificative ale salariilor în sectorul bugetar
 - ✓ Măririle repetate de salarii în cursul unui an nu sprijină ancorarea anticipațiilor inflaționiste
 - ✓ Se anticipează că salariile din sectorul bugetar vor crește semnificativ în anul electoral 2008

- Efect de contagiune în sectorul privat
 - ✓ Creșterea productivității muncii a rămas în urma creșterilor salariale în primele 8 luni ale anului 2007

Implicații

- Dacă politicile fiscale și cele ale veniturilor nu sunt suficient de restrictive pentru a limita vulnerabilitățile, acestea se vor apropia de limita de materializare
- Până la materializarea riscurilor, ritmul creșterii economice poate rămâne ridicat, dar poate scădea substanțial dacă riscurile se materializează

Poate suplini politica monetară insuficienta întărire a politicii fiscal-bugetare și a politicii veniturilor?

- **O politică monetară restrictivă poate compensa lipsa susținerii din partea politicilor fiscal-bugetare și de venituri în urmărirea obiectivului stabilității prețurilor doar parțial:**
 - ✓ De regulă, pe termen scurt
 - ✓ Până la limita la care vulnerabilitățile s-ar materializa
- **Situația rezultantă este suboptimă sub aspectul convergenței reale pe termen mediu și lung**

Mix-ul de politici economice și macrostabilitatea (1)

➤ **Combinația actuală de politici economice:**

- ✓ Politică monetară restrictivă (rate ale dobânzii relativ înalte, rate ridicate ale RMO, curs de schimb sensibil apreciat față de 2005)
- ✓ Creștere rapidă a veniturilor, cu mult peste dinamica productivității muncii ⇒ presiuni inflaționiste



➤ **Erodarea competitivității externe și plasarea deficitului extern la niveluri dificil de susținut pe termen îndelungat**



➤ **Necesitatea unui sprijin mai mare din partea politicii veniturilor și a politicii fiscal-bugetare în realizarea dezinflației. Proiectarea politicii fiscal-bugetare în linie cu necesitatea reducerii dezechilibrului extern**

Mix-ul de politici economice și macrostabilitatea (2)

Ipoteze de lucru:

- Deficitul extern a ajuns la niveluri nesustenabile ⇒ necesitatea corectării treptate a acestuia (evitarea unei corecții brutale)
- Aprecierea cursului de schimb își va reduce contribuția la procesul dezinflaționist
- Presiunile salariale se vor menține ridicate în contextul integrării în Uniunea Europeană

Pentru perioada următoare se impune regândirea mix-ului de politici economice:

- Continuarea reformelor structurale astfel încât să se stimuleze creșterea productivității și a competitivității externe a produselor românești
- Restrictivitate relativ ridicată a politicii monetare
- O politică fiscală mai restrictivă decât cea proiectată
- O politică a veniturilor care să nu mai adauge presiuni pe partea cererii

Mix-ul de politici economice și macrostabilitatea (3)

BNR a reacționat prin:

- Adecvarea operațiunilor de piață astfel încât dobânzile interbancare să crească semnificativ până la nivelul dobânzii de politică monetară
- Amânarea deciziei privind reducerea ratelor RMO
- Majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 31 octombrie 2007

Mix-ul de politici economice și macrostabilitatea (4)

Regândirea mix-ului de politici economice este cu atât mai necesară cu cât:

- Turbulențele pe plan internațional tind să se agraveze
- Creșterea prețurilor internaționale ale produselor agroalimentare, energiei, precum și ale aurului accentuează climatul inflaționist
- Deficitul extern al României a ajuns la niveluri care vor fi din ce în ce mai dificil de acoperit

Creșterea dobânzii: efecte pe termen scurt

➤ Negative:

- ✓ Costuri suplimentare pentru sectorul privat
 - combinația **politică monetară tare – politică a veniturilor relaxată** afectează competitivitatea firmelor românești
 - cu presiune suplimentară pe sectorul real va apărea stres în sectorul financiar
- ✓ Stimularea creditului în valută, ceea ce amplifică vulnerabilitatea internă

➤ Pozitiv:

- ✓ Readucerea anticipațiilor inflaționiste pe traiectoria dorită

Creșterea dobânzii: efecte pe termen mediu și lung

- Dificultățile crescute din sectorul real se vor resimți în scăderea creșterii economice
- Temperarea creșterii creditului neguvernamental
- Moneda mai apreciată reduce competitivitatea externă a economiei...
- ... care va fi, totuși, compensată de sectorul privat, care va aduce salariile în linie cu productivitatea muncii
- Cu o creștere încetinită și cu stoparea erodării competitivității, contul curent se va îndrepta către niveluri sustenabile
- Mai puține venituri la buget, și astfel mai puține resurse pentru dezvoltarea infrastructurii (**contradicție cu obiectivul convergenței**)

O creștere abruptă sau graduală a ratei dobânzii? (1)

O abordare graduală – avantaje

- Lasă loc pentru creșteri viitoare fără să creeze necesitatea pentru o inversare a politicii, care ar avea costuri în termeni de credibilitate. O inversare este definită ca schimbarea direcției ratei dobânzii în mai puțin de 3 luni
- În 18 ani, Greenspan a inversat direcția ratei dobânzii doar de două ori. Banca Angliei a făcut același lucru doar o dată în ultimii 10 ani. BNR nu a inversat direcția ratei în intervalul 2004-2007
- Evitarea inversării, dacă este posibilă, are avantajul că nu alterează credibilitatea băncii centrale și nu generează instabilitate financiară

O creștere abruptă sau graduală a ratei dobânzii? (2)

O abordare graduală – dezavantaje

- Piața ar putea interpreta reacția băncii ca fiind insuficientă, astfel punând la îndoială voința sa de a atinge ținta de inflație – alterarea credibilității cu consecințe pentru ancorarea anticipațiilor inflaționiste
- O corecție ulterioară poate apărea ca necesară fie la un nivel care ar fi fost mai mic dacă era făcută la timp – volatilitate crescută ...
- ... fie înainte de următoarea întâlnire anunțată în calendarul întâlnirilor – alterarea credibilității

Ajustarea rezervelor minime obligatorii

- Nivelul actual al RMO este foarte ridicat, o creștere a acestuia putând genera distorsiuni
- Reducerea RMO se poate realiza în două scenarii:
 - ✓ Gradual – resursele eliberate vor fi absorbite în noi credite în valută
 - ar apărea probleme din perspectiva managementului lichidității
 - ✓ O reducere semnificativă (10 puncte procentuale) – resursele eliberate vor fi utilizate parțial pentru noi credite și parțial pentru rambursarea liniilor de credit de la băncile mamă
 - ar crea probleme din perspectiva managementului lichidității, dar vulnerabilitatea externă a băncilor s-ar diminua (prin rambursarea unei părți din datoria pe termen scurt a băncilor)

De ce a fost necesară adoptarea unor măsuri „neortodoxe”?

- Măsurile „neortodoxe” adoptate de BNR limitează amploarea impactului intrărilor de capital asupra stabilității prețurilor și a stabilității financiare:
 - ✓ Temperarea expansiunii creditului neguvernamental atenuează fenomenul de supraîncălzire a economiei, ceea ce contribuie la reducerea presiunilor inflaționiste și la limitarea dezechilibrului extern
 - ✓ Diminuarea ritmului de creștere a componentei în valută împiedică sporirea vulnerabilității băncilor la fluctuațiile cursului de schimb al monedei naționale, ceea ce asigură evitarea unei majorări a volumului creditelor neperformante

Măsuri prudențiale și administrative

- Înăsprirea condițiilor de acordare a creditelor către persoane fizice
- Limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută (anulată în ianuarie 2007)
- Implementarea legislației privind activitatea instituțiilor financiare nebancare (IFN)

VI. Concluzii

Concluzii (1)

- **Pentru a fi sustenabilă, evoluția convergenței nominale trebuie corelată cu derularea procesului de convergență reală**
- **Mix-ul de politici economice este mai important decât fiecare politică în parte**
 - ✓ Numărul de instrumente trebuie să fie cel puțin egal cu numărul de obiective (Tinbergen)
 - ✓ O politică monetară restrictivă poate compensa doar parțial lipsa susținerii din partea politicii fiscal-bugetare și a politicii veniturilor în urmărirea obiectivului stabilității prețurilor
 - ✓ Măsurile „neortodoxe” adoptate de BNR în anii 2005 și 2006 au fost eficace doar pe termen scurt

Concluzii (2)

- **În cazul României, pentru a asigura sustenabilitatea pe termen mediu și lung a creșterii economice, se impun:**
 - ✓ Continuarea reformelor structurale astfel încât să se stimuleze creșterea productivității și a competitivității externe a produselor românești
 - ✓ Restrictivitate relativ ridicată a politicii monetare
 - ✓ O politică fiscală mai restrictivă decât cea proiectată
 - ✓ O politică a veniturilor care să nu mai adauge presiuni pe partea cererii