

Criza și lecția sa pentru politica monetară

Articol publicat în revista „Business Standard”, în data de 8 septembrie 2009

Lucian Croitoru

În articolul „Marea lecție a crizei financiare” pe care l-am publicat în Business Standard pe 21 aprilie 2009 arătăm că autoritățile monetare au fost printre cei care au cauzat criza financiară. Au cauzat-o injectând lichiditate și ieftinind creditul pentru a trata crize anterioare, ceea ce a stimulat creditarea exuberantă și securitizarea frenetică până în 2007. Acest comportament a reflectat atât presiunea pe care crizele o pun pe băncile centrale prin creșterea incertitudinilor, cât și limitele politicii monetare derivând din cunoaștere, din ortodoxia prevalentă sau din cadrul operațional al politicii. Cred că actuala criză financiară furnizează unele lecții pentru teoria și practica politicii monetare.

Mulți analiști spun că lecțiile se vor reflecta în implantarea în băncile centrale a unor funcții de evaluare a riscului sistemic și de avertizare rapidă sau în includerea stabilității financiare între obiectivele politicii monetare. Am serioase dubii despre potențialul acestor ajustări de a preveni sau a atenua o criză. De altfel, mulți analiști au avertizat timpuriu asupra crizei curente. Ceea ce trebuie realizat este reducerea contribuției băncilor centrale la cauzarea unei crize.

În sensul acestui deziderat, cred că marea lecție privind politica monetară va fi redescoperirea rolului agregatelor monetare atât în teorie, cât și în practică. După opinia mea, criza readuce în lumină trei raționamente în favoarea acestei idei. Primul este acela că evaluarea politicii monetare prin considerarea legăturii dintre rata dobânzii de politică monetară și inflație este acceptabilă numai pe un orizont relativ scurt, de 1- 2 ani. Chiar și în acest orizont, identificarea nivelului de echilibru este făcută în ipoteza că modelul are un grad adecvat de cunoaștere a structurii economiei, ceea ce este discutabil. Peste acest orizont, nivelul adecvat al ratei dobânzii este dificil de estimat. În plus, acest nivel poate fi diferit de nivelul ratei naturale a dobânzii pentru perioade îndelungate de timp. Fiind variabile de stoc, agregatele monetare pot aduce informații suplimentare despre efectul cumulat al abaterilor ratei dobânzii de la nivelul natural, nivel neobservabil și de aceea comportând riscuri de măsurare.

Al doilea raționament vine de la faptul că în multe modele bazate pe ortodoxia prevalentă nu există rol sau există un rol foarte mic pentru lichiditate în mecanismul de transmisie. Criza financiară actuală a infirmat ipoteza că economia se echilibrează rapid, nepermițând acumularea de dezechilibre financiare care produc distorsiuni în cheltuielile reale curente și în investiții. În ultimii ani, lichiditatea abundentă a făcut ca prețul activelor și creditul să crească cu ritmuri semnificativ mai mari decât nivelurile istorice, semnalând acumularea de dezechilibre. Dar coexistența lor cu inflația relativ scăzută a dus la ignorarea semnalului. Dezechilibrele erau așa de mari că au dus chiar la dispariția temporară a pieței

unor instrumente monetare. Creditul și prețurile activelor pot fi un semnal valoros despre acumularea de dezechilibre financiare și vor fi folosite împreună pentru conducerea politicii monetare.

Al treilea raționament este acela că, dând o atenție sporită agregatelor monetare, creditului și lichidității, se răspunde mai bine nevoii de a evita riscul unei concentrări operaționale prea mari a politicii monetare pe termenul scurt. Ar putea rezulta o dozare mai bună între disciplină și discreție în conducerea politicii monetare.

În concluzie, cred că un rol mai mare pentru bani ar permite să se sublinieze mai puternic importanța unui cadru instituțional cu un obiectiv clar, cu independență operațională solidă și cu un grad de răspundere adecvat. De asemenea, s-ar pune într-o lumină nouă nevoia de a asigura stabilitatea prețurilor pe termen mediu. Aceasta ar reduce tendințele spre reglări prea ambițioase și ar atenua reflectarea capriciilor pieței în deciziile de politică monetară.