



O EVALUARE A POLITICII MONETARE DIN PERIOADA 2006- 2008

dr. Floarea IORDACHE*

Rezumat

Aderarea României la zona euro presupune și adoptarea Programului strategic de convergență.

În conformitate cu primul Program Național de Convergență elaborat de Guvernul României împreună cu BNR (2006)¹, adoptarea monedei unice este prevăzută pentru anul 2014². Acest orizont de timp a fost considerat necesar pentru realizarea convergenței nominale, dar și pentru asigurarea sustenabilității acesteia prin avansarea suficientă a convergenței reale.

Programul Național de Convergență schițează atât cadrul macroeconomic cât și pașii ce urmează a fi întreprinși până când România va adopta moneda euro.

Dacă anul 2014 este ținta oficială pentru adoptarea euro, atunci România trebuie să îndeplinească, până în anul 2012, criteriile de convergență nominale de la Maastricht, după care va intra, pentru o perioadă de cel puțin doi ani, în mecanismul european al ratelor de schimb ERM II.

Asupra procesului de adoptare a monedei euro un impact deosebit de important îl are politica monetară și de curs de schimb. De la momentul aderării la Uniunea Economică și Monetară (UEM) se

* Cercetător științific III, Centrul de Cercetări Financiare și Monetare - "Victor Slăvescu" ACADEMIA ROMÂNĂ.

¹ Consiliul Uniunii Europene a dat publicității și avizul privind Programul de Convergență actualizat al României pentru perioada 2007-2010

² (BNR- Raport anual 2006, pag. 9).

renunță la independența politicii monetare ca și la mecanismul cursului de schimb ca mijloc de ajustare a dezechilibrelor economice.

Abstract

The accession of Romania to the euro zone presupposes the adoption of the strategic program of convergence.

In agreement with the first National Program of Convergence approved by the Government of Romania together with NBR (2006), the adoption of the single currency is set for 2014. This interval has been considered necessary to achieve the nominal convergence and to provide for it sustainability by the sufficient progress of the real convergence.

The National Program of Convergence draws both the economic framework, and the steps to be taken until Romania adopts the euro.

If 2014 is the official target for the adoption of euro, then Romania must meet by 2012 the Maastricht criteria of nominal convergence, after it will join for at least two years ERM II.

The monetary and the exchange rate policies have a very strong impact on the process of adopting the euro. After the accession to the Economic and Monetary Union (EMU), the independence of the monetary policy and the exchange rate mechanism will no longer be used as means of adjusting the economic misbalances.

Cuvinte cheie: politica monetară; rata inflației; rata dobânzii

Cod JEL: E 52

1. Obiectivul politicii monetare

După aderarea României la Uniunea Europeană (UE), având în vedere structura instituțională a Sistemului European al Băncilor Centrale (SEBC), politica monetară și de curs de schimb a BNR devine obiect al interesului comun al Uniunii Europene.

Pentru îndeplinirea criteriilor de convergență nominală, în vederea adoptării euro, se consideră necesară evitarea abandonării premature a politicii monetare proprii, atât timp cât va fi necesar, pentru finalizarea reformelor considerate potențial generatoare de mai multe beneficii decât costuri. Așadar, este nevoie de o corelație permanentă între calendarul trecerii la euro și procesul de optimizare intertemporală a raportului costuri-beneficii supus unor constrângeri (îndeplinirea în mod sustenabil a criteriilor de convergență nominală,

atingerea unui nivel satisfăcător al criteriilor de convergență reală și reducerea intervalului petrecut în cadrul mecanismului european al ratelor de schimb ERM II, la minimul legal de doi ani).

Conceperea și implementarea politicii monetare și valutare constituie principala atribuție a autorității monetare.

În conformitate cu Statutul său, BNR are ca obiectiv fundamental asigurarea și menținerea stabilității prețurilor. Acesta este unicul obiectiv al politicii monetare. Prin acest obiectiv, strategia monetară a BNR se apropie de cea a Băncii Centrale Europene (BCE). Trebuie menționat că BCE, încă de la înființare (1 iunie 1998), are ca principal obiectiv stabilitatea prețurilor, adică menținerea unei rate scăzute a inflației în zona euro.³ Opțiunea pentru obiectivul fundamental (stabilitatea prețurilor) și modul în care a fost conceput actualul Statut al BNR, pentru dobândirea unei independențe reale a BNR față de guvernul național (o Bancă Centrală nu trebuie să fie supusă nici presiunilor din afară), dovedesc preocuparea pentru îndeplinirea unor cerințe prezente în Uniunea Economică și Monetară, cerute a fi îndeplinite în România.

De asemenea, după aderarea la Uniunea Europeană, în alegerea strategiei monetare și de curs de schimb, România își asumă acele responsabilități conforme prerogativelor sale de independență în respectivele politici, de care beneficiază până la adoptarea euro.

2. O analiză a politicii monetare în perioada 2006-2008

Într-un context economic marcat de riscuri inflaționiste considerabile, provocarea majoră a politicii monetare, în anii 2006-2008, au constituit-o procesul dezinflației și asigurarea sustenabilității acestuia.

De altfel, una dintre problemele economice ale României în drumul său pentru intrarea în Uniunea Europeană și integrarea în structurile europene a fost și este rata înaltă a inflației. Reducerea permanentă a acesteia se remarcă în cadrul procesului de îmbunătățire a dezechilibrelor.

Nivelul ratei inflației a fost cu două, trei puncte procentuale peste nivelul cerut de criteriul din Tratatul de la Maastricht, iar principalele

³ BCE a adoptat, încă de la crearea sa, rețeta monetaristă de țintire a unei rate anuale a inflației de 2%, în detrimentul unei politici monetare care să se orienteze către stimularea creșterii economice prin expansiunea creditului (adică politica monetară bazată pe premise keynesiste).

cauze ale situației pot fi găsite atât în finalizarea cu întârziere a procesului de liberalizare a prețurilor (liberalizarea prețurilor s-a făcut incoerent) și a cursului de schimb (1997) cât și în nivelul inițial redus al prețurilor administrate, peste care s-au suprapus creșterile de prețuri mondiale la energie sau adoptarea deliberată a unei strategii de reducere graduală a inflației, cu costurile și beneficiile atașate acestei opțiuni.

Astfel, în anul 2006, inflația medie anuală (cea luată în calcul de Comisia Europeană) a fost de 6,6%, după ce în anul 2005 a atins nivelul de 9% (în acest an, pentru prima dată, rata inflației, calculată ca medie anuală, a atins un nivel exprimat cu o singură cifră).

În anul următor rata medie a inflației a fost de 4,8%, iar inflația exprimată dec./dec. a fost de 6,6%, valoare ce depășește nivelul de referință de 2,8%. De precizat este că, în anul 2007, România a fost devansată la îndeplinirea acestui indicator de state precum Bulgaria, Lituania, Estonia, dacă ne referim la țările din Europa de Est. La nivel mondial, în acest an, dintre toate economiile emergente numai Brazilia și Thailanda au reușit să nu depășească ținta de inflație.

În anul 2008 inflația a fost aproape de prognoza BNR, și anume de 6,7%.

După cum se cunoaște, începând cu luna august 2005 politica monetară s-a realizat în cadrul regimului de țintire a inflației⁴ (până în anul 2004 BNR a folosit strategia de țintire a agregatelor monetare, considerând că până la acea dată condițiile macroeconomice din România nu permiteau orientarea către noua strategie). Prin acest nou cadru BNR și-a asumat într-un mod mai clar sarcina de a urmări cu consecvență realizarea obiectivului fundamental - stabilitatea prețurilor.

Obiectivul BNR, în contextul specific al anului 2006, a decurs în valorile atribuite țintelor anuale de inflație corespunzătoare orizontului temporal de doi ani vizat de politica monetară în noul ei cadru.

Țintele anuale de inflație asupra cărora urma să se concentreze BNR au fost stabilite la nivelul de 5% ± un punct procentual pentru sfârșitul anului 2006⁵ și respectiv de 4% ± un punct procentual pentru sfârșitul anului 2007.

⁴ Această strategie a fost luată în considerare pentru prima dată în anul 2001, atunci când aceasta a fost menționată în Programul Economic de Preaderare ca opțiune majoră a BNR.

⁵ Confirmarea țintelor din PEP anunțată în Raportul asupra inflației, februarie 2006.

Pentru decembrie 2005 ținta de inflație adoptată în septembrie 2005 a fost stabilită la 7,5% ± un punct procentual (ținta a fost anunțată în Raportul asupra inflației din noiembrie 2005, iar pentru anul 2008 ținta de inflație (adoptată în august 2006) este stabilită la 3,8% dec./dec., cu o marjă de toleranță de ± un punct procentual. Pe termen mediu țintele de inflație vor fi stabilite în conformitate cu traiectoria necesară menținerii procesului de dezinflație într-o direcție care să fie conformă cu criteriile de convergență.

Aceste ținte au decurs din angajamentele asumate de autoritățile române prin documentele programatice în cadrul procesului de negociere a aderării României la Uniunea Europeană.

În stabilirea țintelor anuale de inflație, BNR a urmat un traseu relativ similar țărilor din Europa Centrală și de Est ale căror Bănci Centrale implementează politica monetară în cadrul strategiei de țintire directă a inflației (cazul Ungariei, Cehiei, Slovaciei, Poloniei).

Băncile Centrale din aceste țări, aflate într-un proces de dezinflație, au trecut de la etapa stabilirii și anunțării unor ținte anuale descendente de inflație pe un orizont de doi ani la etapa stabilirii și anunțării unei ținte staționare de inflație (pe termen mediu), după ce au fost atinse niveluri scăzute și sustenabile de inflație.

Pentru sfârșitul anului 2009, în cazul țării noastre, în Raportul asupra inflației (mai 2008) inflația proiectată se situează cu 0,4 p.p. sub cea prognozată anterior (3,5% față de 3,9%).

Neatingându-se un ritm de inflație sustenabil pe termen mediu, economia românească aflându-se într-un proces de dezinflație, asimilarea practicii celorlalte Bănci Centrale a fost întârziată.

Începând cu anul 2005 au fost formulate cu claritate ținte anuale de inflație. Pe acestea și pe transparența activităților BNR s-a bazat regimul de țintire a inflației în cadrul căruia s-a realizat politica monetară.

În anul 2006, combinația de politici macroeconomice a condus la atingerea țintei de inflație stabilită la 5% dec./dec.⁶

Începând din vara anului 2007 rata inflației a început să crească foarte rapid, ajungând în decembrie la 6,6%, mult peste limita superioară a țintei BNR de 4% ±1p.p.

După șapte ani de dezinflație continuă, anul 2007 marchează o creștere sensibilă a prețurilor față de 2006. Procesul de dezinflație, care și-a încetinit viteza începând din anul 2005, s-a desfășurat acum

⁶ în conformitate cu datele furnizate de INS de 4,87% dec.%dec.

În anumite condiții adverse, dintre care amintim: creșterea de mare amploare a cererii agregate; anul agricol nefavorabil; creșterile salariale din sectorul bugetar; continuarea creșterii datoriei externe pe termen scurt; continuarea creșterii deficitului bugetar; incapacitatea economiei românești de a absorbi în proiecte o cantitate mare de bani intrați.

În anul 2008, în luna martie spre exemplu, rata anuală a inflației a crescut la nivelul de 8,63% față de 6,6% în decembrie 2007. Este o evoluție în afara intervalului de ± 1 p.p. corespunzător țintei de inflație stabilită pentru anul 2008. De altfel, ținta de inflație de 3,8% (plus/minus 1 p.p.) stabilită de BNR pentru anul 2008 nu a fost atinsă.

Printre factorii de risc, vizavi de îndeplinirea țintei de inflație pentru 2008, se pot identifica, spre exemplu, creșterea procentuală mai amplă a prețurilor administrate, menținerea excedentului de cerere și a unui output gap pozitiv, inerția anticipațiilor inflaționiste etc.

După cum se cunoaște, pentru eficacitatea implementării politicii monetare, în contextul strategiei de țintire directă a inflației, este esențială existența ancorei nominale. Deplina capacitate a acestei strategii de a avea o ancoră nominală puternică se poate obține, potrivit unor riguroase evaluări empirice⁷, numai după ce ținta de inflație devine staționară.

Pentru aducerea pe parcursul anului 2009 a ratei anuale a inflației pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu este nevoie de implementarea unui ansamblu coerent de politici macroeconomice, precum și de accelerarea reformelor structurale.

Pentru ca România să nu rateze ținta de aderare la zona euro în anul 2014, considerăm că este imperativ necesar reducerea inflației în anul 2009, astfel încât, în 2010 aceasta să fie în limitele stabilite de criteriile de la Maastricht.

3. Implementarea și utilizarea unor instrumente de politică monetară

Este cunoscut faptul că participarea României la zona euro depinde de succesul transformărilor structurale care pot să permită atingerea criteriilor de convergență.

⁷ F.S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel- Does Inflation Targeting make a difference NBER WP 12876, Jan. 2007.

În această perioadă de pregătire a economiei naționale pentru adoptarea monedei unice se dovedește că indicatorul rata inflației este vulnerabil.

Creșterea inflației și încetinirea ritmului de creștere pot accentua dezechilibrele economice deja existente în România.

Singura soluție, pe termen lung, cunoscută încă din anii '90, pentru rezolvarea inflației este revigorarea producției. Desigur, ca metodă există și posibilitatea unui atac frontal asupra inflației (cazul Braziliei spre exemplu, în 1986) care se poate face prin înghețarea prețurilor și salariilor, prin fixarea unei rate de schimb și prin modificarea semnificativă a politicii fiscale.

Există un număr foarte mare de factori destabilizatori ce încurajează inflația. Astfel, printre riscurile majore pentru continuarea procesului de dezinflație se pot enumera: adâncirea deficitului de cont curent; creșterea foarte mare a datoriei externe pe termen scurt; creșterile salariale din sectorul bugetar; evoluția creditului, având în vedere că o dată cu liberalizarea totală a contului de capital a scăzut capacitatea politicii monetare de a influența acest aspect; mișcările cursului de schimb; cotația internațională a țiteiului și a gazelor naturale, ca și creșterea prețului la unele materii prime etc.

Având în vedere aceste riscuri, BNR poate menține sau întări caracterul restrictiv al politicii monetare prin toate instrumentele care îi stau la îndemână, instrumente ce se caracterizează prin simplitate și transparență. Ca exemplu se pot da rata dobânzii de politică monetară, rata rezervelor minime obligatorii etc. sau măsurile prudențiale și administrative.

Rata dobânzii de politică monetară

Rata dobânzii, în general, este instrumentul de politică monetară utilizat preponderent în prezent. Dar. „capcana lichidității” (Keynes), care spune că niveluri apropiate de zero ale ratei nominale a dobânzii pot aduce politica monetară în incapacitatea de a acționa, arată că acest instrument nu este lipsit de dificultăți.

Potrivit Programului de convergență 2006-2009, rolul politicii ratei dobânzii se va consolida. Astfel, această măsură de politică monetară îmbunătățește, prin rolul său de semnal, procesul de ancorare a așteptărilor privind inflația.

Această variabilă poate fi calibrată astfel încât procesul de dezinflație să continue într-un mod sustenabil prin menținerea unei

creșteri adecvate a creditului și prin stimularea procesului de economisire.

În cursul anului 2006 BNR a continuat procesul de întărire a politicii monetare. Rata dobânzii de politică monetară a fost majorată în două rânduri, și anume pe 8 februarie 2006 și pe 27 iunie 2006. După aceea, nivelul ratei dobânzii de 8,75% a fost menținut până la sfârșitul anului, în pofida ameliorării sensibile a perspectivelor inflației pe termen scurt.

Caracterul restrictiv al politicii monetare a fost dat, în primele trei trimestre, și de controlul ferm asupra lichidității, BNR sterilizând substanțial excedentul de lichiditate prin intermediul operațiunilor de piață monetară ca și prin măsurile suplimentare de limitare a riscului de credit pentru populație.

Spre sfârșitul trimestrului IV, BNR a inițiat relaxarea graduală a controlului asupra lichidității, ca reacție la creșterea excesivă a presiunilor exercitate de capitalul speculativ asupra cursului de schimb al leului.

Aprecierea mare a monedei naționale, începută în decembrie 2006, a determinat autoritatea monetară să reducă, în trimestrul I 2007, în două etape, rata dobânzii de politică monetară, menținând restrictivitatea rezervelor minime obligatorii (RMO). După aceea, în trimestrul II 2007 autoritatea monetară a decis să reducă, tot în două rânduri, rata dobânzii de politică monetară, dar leul și-a accelerat aprecierea nominală față de euro și dolar. În schimb, este menținută restrictivitatea RMO. În felul acesta, gradul de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg a rămas adecvat menținerii dezinflației pe cea traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu.

Totodată, BNR exercită un control ferm al lichidității de pe piețele financiare.

În ultimul trimestru indicele prețurilor de consum a fost influențat peste așteptări de presiunea majorării prețurilor la alimente, gaze naturale, de volatilitatea cursului și contextul internațional.

Măsurile pe care BNR le-a adoptat au inclus și o majorare a dobânzii de politică monetară în ședința din octombrie 2007.

Majorarea dobânzii are menirea de a potența interesul capitalurilor străine pentru piața monetară, ceea ce a implicat o corecție asupra monedei naționale.

Privită strict din punct de vedere al impactului asupra inflației, această măsură are un efect diminuat pentru 2007, dar efectele se [propagă](#) în anul 2008.

Având în vedere că ținta de inflație pentru 2008 era greu de atins, luând în considerare evoluțiile din prima parte a acestui an, dar și perspectivele macroeconomice, ca și nevoia de a ancora anticipațiile inflaționiste, BNR, urmărindu-și obiectivul principal, a majorat rata dobânzii de politică monetară în mai multe rânduri. Efectele acestei decizii se pot vedea în ușorul efect de întărire a leului, pentru o scurtă perioadă, având în vedere faptul că fundamentele economiei românești sunt destul de slabe (întărirea politicii monetare cu scopul aprecierii leului ar putea fi dăunătoare procesului de dezinflație dacă la un moment dat va avea loc o corecție), fiind posibile o creștere a dobânzilor pentru creditele în lei și pentru depozite, majorarea costurilor cu sterilizarea lichidității.

Deoarece în România cererea agregată este mare, atunci efectul acestei măsuri luate de BNR asupra creditului și a consumului este redus.

Un alt efect al deciziilor BNR de majorare a dobânzii de politică monetară se poate reflecta și în scăderea ritmului de creștere a PIB.

Rata rezervelor minime obligatorii (RMO)

În cazul BNR, RMO îndeplinește, în același timp, funcția de management al lichidității, cu componenta de sterilizare a excesului de lichiditate și de stabilizator al ratelor dobânzilor interbancare.

Din anul 2005 BNR a sporit restrictivitatea mecanismului RMO.

În februarie 2006 Consiliul de Administrație al BNR a decis efectuarea unei majorări a RMO aferentă pasivelor în valută ale băncilor, cu 5 p.p, iar în iunie, în același an, pentru prima dată în ultimii șase ani și jumătate, a decis creșterea cu 4 p.p. a RMO aferentă pasivelor în lei.

Prin aceste măsuri, ca și prin majorarea ratei dobânzii de politică monetară, obiectivul principal pe care l-a vizat **BNR** l-a constituit temperarea ritmului de creștere a creditului în lei. Obiectivul secundar vizat în luarea acestei măsuri de politică monetară l-au constituit stoparea erodării **monedei naționale** și stimularea economisirii în monedă națională.

Utilizarea RMO a ajutat la evitarea creșterii excesive, din perspectiva stabilității financiare, a ratei dobânzii de politică monetară.

Măsuri administrative și prudențiale

În acești ani au fost adoptate o serie de măsuri administrative și prudentiale, actualizate în mod repetat, cum ar fi: înăsprirea condițiilor de acordare a creditelor către persoanele fizice; limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută la maximum 300% în raport cu fondurile proprii; implementarea legislației privind activitatea instituțiilor financiare nebancare; suplimentarea măsurilor de limitare a riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice etc.

Pe de o parte se înăspresc criteriile de eligibilitate pentru persoanele fizice, iar pe de altă parte, în cazul băncilor, se limitează expunerea decurgând din împrumuturile în valută.

Aceste măsuri, concomitent cu acțiunile de persuadare a sectorului bancar și cu demersurile de conștientizare a publicului privind riscul de curs de schimb au avut scopul de a completa rolul instrumentelor tradiționale de politică monetară în atenuarea cererii agregate.

De asemenea, ele au avut rolul de a reduce lipsa de corelare dintre resurse și plasamente la nivelul sistemului bancar în ceea ce privește moneda de denominare.

Unele concluzii

Prin toate aceste măsuri, BNR arată că este îngrijorată de creșterea inflației. În anul 2008, cel mai problematic criteriu de convergență a fost cel legat de inflație.

Considerăm că în lupta pentru stabilitatea prețurilor autoritatea monetară trebuie ajutată și de Guvern. De altfel, trebuie amintit faptul că una dintre cauzele principale care au concurat la situația de după anul 1990 (inflația accelerată și deprecierea continuă a monedei naționale au reprezentat etaloanele tranziției românești) este tocmai necorelarea sau insuficienta corelare între politicile Guvernului și cele ale BNR (poate datorită apologiei făcută politicilor monetariste).

Atingerea obiectivului fundamental al BNR depinde în mare măsură și de celelalte politici macroeconomice.

„...inflația din România a fost întreținută și favorizată de așa-zisele politici de macrostabilizare și de convergența nominală monetaristă, care au neglijat economia reală și au dat un caracter durabil recesiunii economice. ...Recurgerea la politici monetare și bugetare restrictive blochează cererea și consumul intern....”⁸

⁸ *Mircea Ciumara, Constantin Ciutacu (coordonatori), Inflația în România, Ed. Expert, 2003, București, p236-237.*

România se pregătește pentru intrarea în zona euro în situația unui viitor incert și când pe piața financiară mondială sunt puternice tulburări. Într-o astfel de situație, strategiile BCE și FED sunt diferite: BCE are un singur obiectiv, și anume menținerea stabilității prețurilor în zona euro (la începutul anului 2008, spre exemplu, inflația în țările care au adoptat euro a crescut la 3,2%, aceasta fiind cea mai rapidă creștere din anul 1997 încoace) iar FED este răspunzătoare atât pentru controlarea inflației cât și pentru susținerea creșterii economice.

BCE a adus, până în iulie 2008, modificări la dobânda de referință, în timp ce FED a redus dobânda de referință pentru a restabili echilibrul în economie.

Considerăm că adoptarea monedei euro, de către România, s-ar fi putut face la momentul stabilit de autorități, dacă în economia românească s-ar fi efectuat reforme economice și instituționale semnificative și dacă n-ar fi existat dezastrul de pe piața financiară mondială.

Bibliografie

1. BNR- Raport anual, colecția 2005-2007.
2. BNR- Buletin trimestrial, colecția 2005-2008.
3. Capital, colecția anilor 2005-2008.
4. Piața financiară, colecția anilor 2005-2008.
5. Ziarul financiar, Economistul, Bursa, Financiarul - colecția 2007-2008.