



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 430-431

Colectia
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria
***Probleme
economice***

**POLITICA MONETARĂ
– COORDONARE
ȘI EFICIENȚĂ**

Florian LIBOCOR

ISBN 978 - 973 - 159 - 170- 4



Centrul de Informare și Documentare Economică



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU”
Centrul de Informare și Documentare Economică

POLITICA MONETARĂ – COORDONARE ȘI EFICIENȚĂ

Florian LIBOCOR



Centrul de Informare și Documentare Economică

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ
REDACTOR-ȘEF - VALERIU IOAN-FRANC

Redactor: ADELINA BIGICA
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDA
CIDE/STUDII/PROBLEME: Prob-FlorianLibocor-Politica_430-431.doc

Redacția și administrația: București, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,
cod poștal 050711, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32
Adresa poștală: București 5, căsuța poștală 5-72

Materialele cuprinse în acest volum pot fi reproduse numai cu aprobarea
conducerii Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu”.

Volumele seriei pot fi identificate și comandate fie în colecție anuală, respectiv ISSN 1222-5401,
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-170- 4

Cuprins

1. Introducere	5
2. Independența autorității monetare	6
3. Coordonarea politicii monetare	8
3.1 Obiectivul și strategia de politică monetară.....	8
A. Banca Centrală Europeană	8
B. Banca Națională a României	10
3.2. Mecanismul și canalele de transmisie a politicii monetare.....	11
A. Banca Centrală Europeană	11
B. Banca Națională a României	14
3.3 Instrumentele de politică monetară	17
4. Răspunsul politicii monetare la criza financiară	21
A. Banca Centrală Europeană	21
B. Banca Națională a României	26
5. Concluzie.....	35
Bibliografie	37

1. Introducere

Aceasta lucrare își propune compararea conduitelor de politică monetară adoptate de către autoritățile monetare europene și românești, Banca Centrală Europeană și Banca Națională a României.

Necesitatea asigurării independenței autorității monetare este argumentată în partea a doua, prin prisma argumentelor *adeptilor independenței*, care susțin ca ciclul de afaceri nu trebuie să fie coincident cu ciclul politic și că o bancă centrală independentă de factorul politic se poate implica mai eficient în atingerea obiectivelor pe termen lung precum stabilitatea prețurilor și poate susține chiar și acțiuni de interes public nepopulare, și a *oponenților independenței*, care susțin o politică monetară coordonată de specialiști fără responsabilitate politică nu este democratică și nu poate conduce la un mix optim de politici fiscal-monetare.

Coordonarea politicii monetare este abordată în partea a treia prin prisma obiectivului și strategiei de politică monetară, a mecanismelor și canalelor de transmisie și a instrumentelor de politică monetară utilizate de către cele două autorități monetare în scopul ajustării dezechilibrelor și asigurării unei dezvoltări economice sustenabile.

Răspunsul dat de politica monetară în scopul gestionării tensiunilor economice apărute odată cu criza financiară internațională este tratat în partea a patra. În condițiile unei piețe tensionate a datoriilor suverane, a unui mediu economic deteriorat, incert și cu instituții de credit fragile, a fost necesară o abordare asimetrică a calibrării ratelor de dobândă pentru diversificarea surselor de finanțare. Deteriorarea mediului extern și a perspectivelor economiei globale au generat o amplificare suplimentară a provocărilor la adresa decidenților de politică monetară ca urmare a manifestării efectului de contagiune care a complicat acțiunile de calibrare a politicii monetare.

În ultima parte sunt prezentate rezultatul măsurilor și conduitei de politică monetară adoptate precum și scurte considerații privind provocările viitoare la adresa coordonării politicii monetare și a soluționării acestora.

2. Independența autorității monetare

Nivelul de autonomie a autorității monetare sau ideea că o bancă centrală poate sau trebuie să fie independentă, au fost subiecte consistente de dezbatere la nivelul clasei politice de-a lungul timpului. Originea acestor dispute poate fi identificată relativ simplu în punctul în care buna cunoaștere și înțelegere a ceea ce poate și trebuie să facă o bancă centrală se desparte de „buna intenție” a factorului politic de a superviza și supraveghea coordonarea politicii monetare în scopul atingerii unor obiective proprii. Urmărind raționamentele care susțin sau se opun ideii de independență a autorității monetare se pot identifica două elemente importante care necesită a fi evaluate cu atenție: ciclul economic și strategia pe termen lung.

Observațiile obiective culese în timp evidențiază că scopul factorului politic este câștigarea următoarelor alegeri, ceea ce face ca orizontul țintei politice să nu depășească doi, patru sau cinci ani. Pe de altă parte, atât teoria economică cât și observațiile empirice arată că realizarea obiectivului de stabilitate a prețurilor este o țintă pe termen lung, greu de atins în condițiile încărcării politicii monetare cu alte obiective legate de finanțarea agriculturii, a sectorului energetic și a deficitului bugetar etc, care pot fi soluționate prin politici gestionate de autoritatea guvernamentală.

Pornind de la aceasta observație se poate trage concluzia că eforturile de atingere a țintelor de politică monetară pe termen lung pot fi erodate de interferența factorului politic a cărui orizont de viziune este subiectiv ca natură și insuficient ca durată. Ceea ce susțin adeptii independenței autorității monetare este faptul că ciclul de afaceri nu trebuie să fie coincident cu ciclul politic și că o bancă centrală independentă de factorul politic se poate implica mai eficient în atingerea obiectivelor pe termen lung, precum stabilitatea prețurilor. Subordonarea autorității monetare controlului politic este considerată a fi periculoasă deoarece poate conduce la situații în care să faciliteze finanțarea deficitelor bugetare și susținerea unui proces inflaționist. Mai mult, o autoritate monetară independentă poate susține acțiuni de interes public chiar dacă sunt nepopulare din punct de vedere politic.

Oponenții independenței autorității monetare susțin că o politică monetară coordonată de un grup de specialiști fără responsabilitate politică nu este neaparat democratică. Raționamentul pe care se bazează este că autoritatea monetară trebuie să urmărească obiective pe termen lung însă și politicianii aleși în forul suprem își exprimă la rândul lor opinia și susțin obiective pe termen lung, cum ar fi politica externă. Aceștia susțin că populația consideră că factorul politic (Președinte, Guvern, Parlament) este responsabil pentru bunăstarea economică a țării dar, în același timp, populația nu poate responsabiliza autoritatea monetară, care ar putea fi factorul cheie în determinarea bunăstării economice.

Mai mult, stabilitatea economică este posibilă doar în condițiile realizării unei coordonări a mixului dintre politica monetară și politica fiscală (responsabilă cu gestionarea cheltuielilor guvernamentale și a sistemului de taxare). Alfel spus, doar prin controlul autorității monetare de către factorul politic ce controlează și politica fiscală, se poate realiza un mix fiscal-monetar optim. Un alt argument al oponenților independenței autorității monetare este faptul că aceasta nu conduce implicit la alegeri optime de politică monetară (în condițiile în care alegerea optimă implică un orizont politic pe termen scurt).

Chiar dacă este evident că durata unui ciclu economic de dezvoltare nu poate fi restrânsă ori limitată la durata unui ciclu politic, sau că implementarea unei strategii de dezvoltare pe termen lung implică și sacrificarea unor ținte politice pe termen scurt, nu există încă un consens la nivel global asupra independenței autorității monetare cu toate că suportul public în acest sens a crescut în ultima perioadă.

Băncii Centrale Europene (BCE) și băncilor centrale naționale (BCN) nu le este permis să solicite sau să accepte instrucțiuni din partea altor autorități comunitare sau naționale (instituții, organisme sau guverne). Totodată, factorii decizionali ai BCE și ai BCN își pot exercita atribuțiile care le revin fără a fi influențați de către organismele și instituțiile comunitare. Autoritatea monetară europeană și cele naționale sunt autorizate să decidă în mod independent în ceea ce privește alegerea momentului și modului optim de utilizare a instrumentelor și competențelor de care dispun, pentru coordonarea politicii monetare în mod eficient. Acordarea de credite organismelor publice comunitare sau naționale este interzisă, ceea ce protejează autoritățile monetare de influența pe care autoritățile publice ar putea să o exercite asupra lor.

3. Coordonarea politicii monetare

3.1 Obiectivul și strategia de politică monetară

A. Banca Centrală Europeană

Obiectivul principal al politicii monetare a Băncii Centrale Europene (BCE) este asigurarea și menținerea stabilității prețurilor¹. BCE urmărește ca pe termen mediu rata inflației să fie mai jos, dar aproape de 2 puncte procentuale. Autoritatea monetară europeană poate și trebuie să susțină celelalte politici economice generale în sensul promovării dezvoltării economice și sociale echilibrate și sustenabile, fără însă a pune în pericol propriul obiectiv principal. În situația în care obiectivele sunt conflictuale autoritatea monetară europeană va acorda prioritate menținerii stabilității prețurilor acționând în sensul alocării eficiente a resurselor într-un cadru economic deschis și concurențial.

Pentru realizarea obiectivului de stabilitate a prețurilor, BCE acționează în scopul de a calibra ratele dobânzilor pe termen scurt și influențează condițiile din piața monetară. Strategia implementată de către BCE vizează adoptarea într-o manieră sistematică și coerentă a deciziilor de politică monetară. Caracteristica de coerentă a politicii monetare urmărește întărirea credibilității autorității monetare prin stabilizarea așteptărilor inflaționiste. Strategia urmărește implementarea unei politici monetare proactive care să contribuie la menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu. Definiția cantitativă a stabilității prețurilor ca fiind “o creștere anuală, sub nivelul de 2%, a indicelui armonizat al prețurilor de consum pentru zona euro” este elementul de bază al strategiei de politică monetară.

Acțiunile în sensul menținerii ratei inflației pe termen mediu la un nivel inferior, dar apropiat celui de 2%, conferă o marjă de siguranță consistentă pentru a preîntâmpina posibilele riscuri deflaționiste.

Politica monetară proactivă orientată către viitor urmărește ancorarea anticipațiilor inflaționiste și temperarea volatilității generate de evoluțiile economice. Implementarea strategiei de politică monetară are ca argumentație tehnică și un set de două analize (una economică și una monetară) ale căror rezultate sunt evaluate atent înaintea luării unei decizii de politică monetară.

În implementarea strategiei de politică monetară, BCE acționează într-un mediu cu un nivel mare de incertitudine generat atât de natura șocurilor economice care se manifestă în economie, cât și de existența și consistența legăturilor dintre variabilele macroeconomice. Astfel, pentru a fi eficientă politica

¹ “Treaty on the Functioning of the European Union”, articolul 127 (1).

monetară trebuie să urmărească întrunirea unor condiții de funcționalitate specifice precum:

- i) Funcționalitatea pieței monetare. Această condiție este esențială pentru funcționarea canalului ratei dobânzilor. Transmisia lină a intențiilor de politică monetară către piața monetară depinde în mod critic de comportamentul băncilor și de disponibilitatea lor de a susține modificări calme ale lichidității în piața interbancară. O piață monetară disfuncțională poate eroda capacitatea politicii monetare de a influența perspectivele de stabilitate a prețurilor doar prin ajustări ale ratei dobânzii. Evoluțiile recente au demonstrat că transmisia ordonată a politicii monetare poate să fie deteriorată de apariția unor turbulențe financiare consistente. Astfel, o bancă centrală ar putea să aibă nevoie să adopte măsuri atipice de politică monetară, cum ar fi ajustările lichidității, în sensul de a facilita transmiterea impulsului ratei de politică monetară și de a îmbunătăți creditarea economiei;
- ii) Conduită preventivă și orientare spre viitor (forward guidance). Ajustările de politică monetară vor avea impact asupra nivelului prețurilor doar după o anumită perioadă (trimestre sau ani) datorită lag-urilor de întârziere și a incertitudinilor procesului de transmisie. Astfel, băncile centrale sunt nevoite să acorde o atenție sporită conduitei de politică monetară din prezent pentru a asigura menținerea stabilității prețurilor din viitor;
- iii) Abordare orientată pe termen mediu. Volatilitatea pe termen scurt a ratei inflației este de neevitat datorită faptului că lag-urile de transmisie nu permit politicii monetare gestionarea pe termen scurt a șocurilor asupra prețurilor. Mai mult, incertitudinea privind efectele politicii monetare este o caracteristică normală dacă ținem seama de complexitatea procesului de transmisie. Astfel, promovarea unei orientări pe termen mediu în vederea evitării activismului excesiv și a propagării volatilității în economia reală, se evidențiază ca fiind imperios necesară;
- iv) Ancorarea anticipațiilor inflaționiste. Eficiența politicii monetare va crește considerabil în situația în care anticipațiile inflaționiste sunt ferm ancorate. În acest sens, banca centrală trebuie să-și stabilească obiectivul, un mod sistematic și consistent de coordonare a politicii monetare, precum și o strategie de comunicare simplă și clară. Odată îndeplinite aceste cerințe, banca centrală se poate bucura de un câștig vizibil de credibilitate, precondiție necesară pentru a influența așteptările actorilor economici din piață. Așteptările inflaționiste ferm ancorate acționează ca un stabilizator automat, într-un context de incertitudine macroeconomică amplificată, și sporește potențialul politicii monetare atunci când mecanismul de transmisie este perturbat;
- v) Diversificarea și integritatea surselor de informații. Într-un context caracterizat prin incertitudini și tensiuni, BCE trebuie să țină seama de toate informațiile relevante existente pentru a înțelege pe deplin factorii care generează schimbări în economie, în vederea coordonării în mod eficient a politicii monetare.

B. Banca Națională a României

Banca Națională a României (BNR) are ca obiectiv fundamental asigurarea și menținerea stabilității prețurilor, în conformitate cu statutul său, reglementat prin Legea nr. 312/2004. Realizarea acestui obiectiv reprezintă în fapt contribuția cea mai importantă pe care politica monetară o poate aduce în sprijinul celorlalte politici economice și în scopul sprijinirii procesului de creștere economică sustenabilă fără, însă, a prejudicia realizarea propriului obiectiv. Una din atribuțiile principale ale băncii centrale, stabilită prin Legea 312/2004 este aceea de a elabora și aplica politica monetară și a cursului de schimb. În vederea realizării obiectivului său, BNR ptează pentru, și implementează, strategia de politică monetară considerată optimă și, totodată, alege instrumentele și stabilește procedurile pe care le va folosi în vederea implementării politicii monetare.

Începând cu anul 2005 strategia de politică monetară adoptată de către BNR este țintirea directă a inflației. Adoptarea strategiei a fost precedată de un proces amplu de pregătire care a fost încheiat odată cu constituirea și verificarea cadrului de analiză economică și a celui de decizie a politicii monetare caracteristic regimului de țintire directă a inflației. Un set de opt precondiții necesar a fi satisfăcute pentru a aplica în mod eficient strategia au fost identificate și îndeplinite simultan:

- i) Rata mică a inflației (single digit inflation rate) a fost realizată prin reducerea inflației sub nivelul de 10%;
- ii) Credibilitate, realizată prin acumularea și consolidarea încrederii populației, agenților economici și a celorlalți decidenți de politică economică;
- iii) Independența, a cărei îndeplinire a fost realizată odată cu reglementarea statutului BNR intrată în vigoare în luna iulie a anului 2004;
- iv) Mix fiscal-monetar optim, realizat prin reducerea dominației fiscale, inițierea procesului de consolidare fiscală și întărirea coordonării dintre politica monetară și cea fiscală;
- v) Curs de schimb flexibil realizat prin adoptarea regimului de flotare controlată a cursului de schimb al monedei naționale. Regimul de flotare controlată facilitează formularea unui răspuns flexibil al politicii de curs de schimb la șocurile imprevizibile care ar putea genera tensiuni în economie. Țintele de inflație pot fi folosite ca ancoră nominală a politicii monetare;
- vi) Funcționalitatea sistemului bancar, realizată prin asanarea și consolidarea sistemului și creșterea organică a gradului de intermediere bancară;
- vii) Transparență și responsabilitate, îndeplinite prin accentuarea comunicării cu actorii economici (populație, agenți și instituții) și, implicit, cu piețele pentru a facilita înțelegerea strategiei de politică monetară;
- viii) Eficiența canalelor de transmisie a politicii monetare, realizată prin definirea cât mai corectă a comportamentelor macroeconomice și mecanismelor care stau la baza funcționării economiei.

Strategia BNR de țintire directă a inflației are câteva caracteristici esențiale. Ținta este exprimată ca nivel al indicelui prețurilor de consum, termenul fiind familiar publicului, ceea ce face ca deciziile autorității monetare să fie mai transparente și credibile. Nivelul țintă este plasat într-un interval de variație de ± 1 punct procentual, ceea ce facilitează ancorarea așteptărilor inflaționiste.

Abordarea politicii monetare orientată pe termen mediu este probată prin faptul că țintele de inflație sunt anunțate pentru un orizont mediu de timp (de 2 ani sau mai lung). BNR stabilește ținta de inflație în consultare cu guvernul, ceea ce implică și asumarea unui anumit grad de coordonare a politicilor economice. Totodată, chiar dacă responsabilitatea realizării obiectivului de politică monetară revine BNR, există un set predefinit de "circumstanțe excepționale" independente de conduita politicii monetare, care condiționează responsabilitatea atingerii țintei. Țintele de inflație stabilite se diferențiază atât ca natură cât și ca valoare, în ținte coborătoare (în perioada 2005-2012) și ținte staționare multianuale (din 2013 până în prezent).

3.2. Mecanismul și canalele de transmisie a politicii monetare

A. Banca Centrală Europeană

Mecanismul de transmisie a politicii monetare este definit în literatura de specialitate ca fiind procesul prin care deciziile de politică monetară influențează economia, la modul general, și nivelul prețurilor, în particular. În mod uzual, între acțiunea de politică monetară și efectul asupra comportamentului prețurilor există un interval de timp considerabil. În consecință, impactul exact asupra economiei este dificil de estimat, deoarece amploarea și intensitatea efectelor pot varia în funcție de starea de fapt a economiei. Astfel că, în cadrul procesului de coordonare a politicii monetare, băncile centrale se confruntă cu lag-uri de transmisie lungi, variabile și incerte.

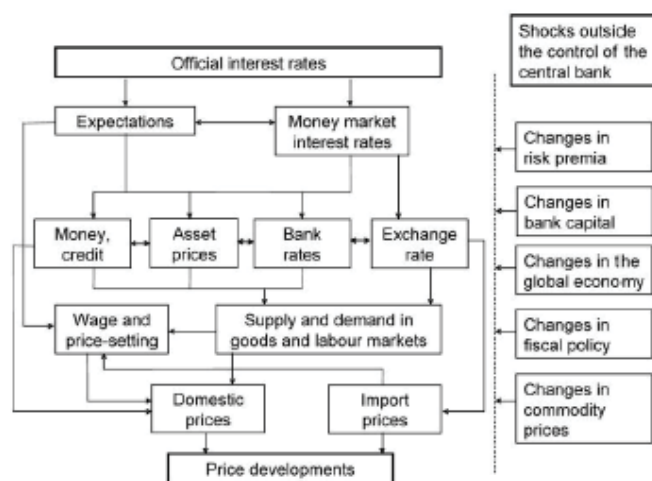
Datorită faptului că evoluțiile economice sunt sistematic influențate de șocuri variate ca intensitate și origine, identificarea unui mecanism de transmisie a politicii monetare este un demers dificil în practică. Spre exemplu, modificările prețurilor mărfurilor sau a prețurilor administrate pot genera un efect direct pe termen scurt asupra inflației. În mod similar, evoluțiile politicii fiscale sau a economiei regionale / globale pot influența comportamentul prețurilor prin prisma cererii agregate. Nu în ultimul rând, cursurile de schimb sau prețurile activelor financiare pot fi influențate atât de conduita de politică monetară, cât și de mulți alți factori. Astfel că, politica monetară trebuie să urmărească propagarea acțiunilor sale prin mecanismul de transmisie, pentru a evita interferențele cu șocurile exogene.

Totodată, politica monetară trebuie să urmărească toate evoluțiile relevante pentru comportamentul viitor al prețurilor și să prevină ca aceste evoluții să aibă

un impact conflictual asupra anticipațiilor și tendinței pe termen lung a inflației și a stabilității prețurilor. Astfel, conduita de politică monetară necesară este dependentă de natura, amplitudinea și durata șocurilor asupra economiei. Identificarea factorilor care influențează tendințele prețurilor și alegerea reacției adecvate de politică monetară este o provocare continuă pentru banca centrală. Canalele de transmisie a politicii monetare, ca și legături de transfer între impulsul de politică monetară și sectorul real al economiei, pot fi utilizate simultan însă pot influența în mod diferit evoluția prețurilor.

Figura 1

Mecanismul de transmisie a politicii monetare a BCE



Sursa: BCE, engl.

Principalul canal prin care deciziile de politică monetară influențează nivelul prețurilor este canalul ratei dobânzii oficiale. Consecința acțiunilor băncii centrale de a ajusta costul lichidității pentru bănci este decizia băncilor de a transmite acest cost prin intermediul creditării, către clienți. Prin acest proces, banca centrală poate să influențeze consistent condițiile din piața monetară și să dirijeze ratele de dobândă în această piață. Modificările ratelor de dobândă influențează de asemenea deciziile de economisire, consum și investiții. Dobânzile mari vor descuraja creditarea consumului sau investițiilor, însă vor face mult mai atractivă economisirea. Prin prisma impactului pe care îl au asupra condițiilor de finanțare din economie și asupra anticipațiilor, deciziile de politică monetară pot influența și alte variabile financiare, cum ar fi prețul activelor (de exemplu acțiuni) și cursul de schimb. Modificările ratelor oficiale de dobândă pot influența de asemenea și oferta de credit. Ca urmare a creșterii dobânzilor, riscul de nerambursare a creditului poate să crească pentru unii debitori până la un nivel la care banca nu va mai fi dispusă să acorde credit acelor persoane. Modificările ratelor de

dobândă influențează și balanțele contabile ale companiilor. O creștere a dobânzilor conduce la o reducere a valorii nete a firmelor, ceea ce presupune o valoare mai mică a colateralului și, prin urmare, o diminuare a capacității de a se împrumuta.

Un alt canal de transmisie a deciziilor de politică monetară este canalul cursului de schimb. În mod uzual, modificările cursului de schimb pot genera trei tipuri de influențe asupra inflației. În primul rând, fluctuațiile cursului de schimb influențează în mod direct prețurile interne ale bunurilor și serviciilor importate. O apreciere conduce la o ieftinire a bunurilor importate și, implicit, la o reducere directă a inflației, în măsura în care aceste bunuri sunt utilizate direct în consum. În al doilea rând, dacă aceste bunuri sunt obiectul unui proces de prelucrare și producție, scăderea prețului lor poate conduce în timp la scăderea prețului produselor finale. În al treilea rând, fluctuațiile cursului de schimb pot influența nivelul competitivității produselor domestice pe piețele internaționale. În ansamblu, aprecierea cursului de schimb va conduce la o reducere a inflației. Oricum, amplitudinea și impactul influenței cursului de schimb depinde de gradul de deschidere al economiei la comerțul internațional iar, în consecință, efectele cursului de schimb asupra economiilor mari este mai puțin important decât în cazul economiilor mici cu un grad de deschidere redus.

Canalul anticipațiilor, care a căpătat o importanță particulară pentru coordonarea politicii monetare în ultimele decade, acționează preponderent prin influențarea așteptărilor pe termen lung ale sectorului privat. Eficiența acestui canal de transmisie depinde în mod semnificativ de credibilitatea comunicării băncii centrale. Spre exemplu, politica monetară poate exercita o influență directă puternică asupra comportamentului prețurilor prin dirijarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici, influențându-le în consecință comportamentul salarial și de stabilire a prețurilor, în situația în care banca centrală beneficiază de un capital mare de încredere în atingerea obiectivului pe care și l-a stabilit. Atâta vreme cât agenții economici au încredere în abilitatea și determinarea băncii centrale de a menține stabilitatea prețurilor, anticipațiile inflaționiste vor rămâne ancorate ferm de stabilitatea prețurilor. Astfel, la nivelul economiei, salariile și prețurile nu vor fi ajustate în creștere pentru a contracara creșterile anticipate ale inflației.

Înțelegerea mecanismului de transmisie este esențială pentru politica monetară, ceea ce explică încercările numeroase ale mediului de cercetare de a analiza interacțiunile complexe care stau la baza acestuia. O caracteristică importantă a transmisiei monetare este faptul că politica monetară influențează economia cu precădere prin canalul ratei dobânzii. BCE s-a confruntat cu un nivel considerabil de incertitudine, în ceea ce privește mecanismul de transmisie și informațiile care stau la baza acestuia, atunci când a preluat responsabilitatea întregii zone euro.

Oricum, în momentul de față sunt cunoscute ca fiind comune întregii zone euro câteva certitudini aferente mecanismului de transmisie: i) existența unor lag-uri lungi și incerte de transmisie a impulsului de politică monetară; ii) în condiții normale politica monetară acționează cu precădere prin canalul ratei dobânzii (adoptarea unei atitudini restrictive a politicii monetare va genera o scădere a

Sistemul financiar-bancar reprezintă platforma intermediară cu ajutorul căreia se propagă indirect în economie deciziile de politică monetară. Interacțiunea dintre autoritatea monetară și instituțiile financiar-bancare are loc la nivelul piețelor monetară și valutară, prin prisma capacității autorității monetare de a controla ratele dobânzilor pe termen scurt prin operațiuni de gestionare a lichidității pe piața monetară întrebancară. În general, platforma intermediară reprezintă de sistemul financiar-bancar, asigură o preluare în timp util a semnalelor de politică monetară. Procesul încetinește și prezintă imperfecțiuni în faza a doua, când semnalul este transmis economiei reale. Caracteristicile structurale ale economiei naționale explică durata lag-ului de transmisie (iar implementarea reformelor structurale poate accelera transmisia).

Autoritatea monetară poate influența dobânzile pe termen scurt în mod direct însă ratele dobânzilor pe termen lung practicate de instituțiile financiar-bancare au principalul rol de a influența economia reală. Ratele dobânzilor pe termen lung sunt esențiale pentru fundamentarea deciziilor de consum, economisire sau investiții. Ele pot fi ghidate prin deciziile de calibrare a ratei dobânzii de politică monetară însă mai există un set de factori care le influențează, între care anticipațiile joacă un rol important (de exemplu anticipațiile privind evoluția prețurilor sau realizarea creșterii economice etc). Cererea agregată din economie este influențată în sens pozitiv de dobânzile reduse care încurajează consumul și investițiile și diminuează înclinația înspre economisire, iar dobânzile ridicate stimulează economisirea și reduc înclinația spre consum și investiții. Factorul extern care poate stimula activitatea economică internă este amplitudinea cererii externe alimentată de creșterea necesarului de produse autohtone în piețele externe.

Pe termen scurt, oferta se poate adapta la nivelul cererii agregate, însă pe termen lung ajustările ofertei depind în mod fundamental de dinamica înzestrării tehnologice, a capacității de producție și a forței de muncă angajate, ceea ce scoate procesul de ajustare de sub influența politicii monetare și îl încetinește. Astfel, autoritatea monetară poate influența pe termen scurt și mediu cu ajutorul politicii monetare doar decalajul dintre nivelul Produsului Intern Brut (PIB) real și cel potențial (sustenabil pe termen lung), deviația PIB real fiind element determinant pentru comportamentul prețurilor de consum.

Spre exemplu, o creștere a costurilor de producție poate determina firmele producătoare să reducă marjele de profit pe termen scurt în favoarea menținerii prețurilor de vânzare. Această reacție poate apărea în situația în care asupra costurilor de producție se manifestă presiunea unei cereri excesive pentru bunurile de consum. Persistența presiunilor asupra creșterii costurilor de producție pe termen mediu va determina producătorii să transfere acele costuri către consumatori prin intermediul prețului de vânzare și va genera inflație, influențând în sens crescător prețul bunurilor de consum. O cerere agregată deficitară va genera efecte opuse.

Prin prisma capacității sale de a controla dobânzile pe termen scurt, autoritatea monetară poate stimula firmele să dețină monedă națională în defavoarea devizelor și, prin aceasta, poate influența cursul de schimb. Oricum,

comportamentul cursului de schimb este determinat ca și consecință a influenței mai multor factori precum diferențialul ratelor de dobânzi, ca expresie a stării de echilibru macroeconomic al mediului economic intern și extern, nivelul de aversiune față de risc al capitalului străin, sau gradul de responsabilitate al comportamentului factorului politic. Politica monetară poate influența unii dintre acești factori fie în sens limitat și strâns corelat cu celelalte politici macroeconomice, fie deloc. Cursul de schimb are capacitatea de a influența prețurile interne față de cele externe. O monedă națională depreciată va genera un spor de competitivitate producătorului intern care își desface producția pe piața externă, în timp ce aprecierea monedei aduce un spor de câștig importatorului de mărfuri. Astfel, prin intermediul canalului exporturilor nete sau al canalului indirect al ratei de schimb, cursul de schimb transmite, cu o anumită întârziere, efectele deciziei de politică monetară asupra economiei. Cursul de schimb mai acționează și prin efectul de avuție și bilanț asupra activității economice. O apreciere a cursului de schimb încurajează înclinația înspre contractarea de datorie în valută prin majorarea venitului disponibil în valută, ceea ce diminuează efortul de rambursare aferent serviciului datoriei, în timp ce deprecierea monedei naționale acționează în sens invers. În ansamblu, mecanismul cel mai bun, ca viteză de transmisie și complexitate, prin care schimbările de comportament ale cursului de schimb sunt transmise în economie, este prețul intern (echivalentul în monedă națională al bunurilor importate), chiar dacă ajustările acestui preț intern nu pot fi făcute cu frecvența cu care oscilează cursul de schimb.

Consecvența autorității monetare în urmărirea realizării obiectivelor sale influențează anticipațiile privind comportamentul prețurilor și influențează percepția actorilor din economie cu privire la eficiența politicii monetare. O activitate transparentă a autorității monetare îi aduce credibilitate acesteia, iar credibilitatea o ajută în ancorarea așteptărilor inflaționiste la un nivel corespunzător obiectivului pe care și l-a stabilit. Prin urmare, ancorarea anticipațiilor inflaționiste este, în situațiile în care poate fi utilizat, unul din cele mai consistente și eficiente canale de transmisie a politicii monetare și, probabil, cel mai rentabil din punct de vedere al costurilor.

Exceptând influențele politicii monetare, comportamentul cererii agregate și al prețurilor este determinat și de conduita politicii fiscale și a politicii veniturilor care influențează evoluția ciclului economic și modificările PIB real față de PIB potențial. Caracterul stabil al politicii fiscale are capacitatea de a contribui la realizarea stabilității prețurilor prin eliminarea oscilațiilor poverii fiscale. Complementar, o politică echilibrată a veniturilor poate determina o relație cât mai strânsă de cauzalitate între avansul câștigurilor salariale și avansul câștigului de productivitate a muncii .

3.3 Instrumentele de politică monetară

A. Banca Centrală Europeană

În scopul atingerii obiectivelor de politică monetară, BCE are la dispoziție un set de instrumente de politică monetară. Aceste instrumente sunt: operațiunile pe piața monetară, facilitățile permanente și rezervele minime obligatorii.

Operațiunile de piață monetară au rolul de ghidare a ratelor dobânzilor, de gestionare a lichidității de pe piață și de semnalizare a orientării politicii monetare. BCE are la dispoziție cinci tipuri de instrumente pentru a facilita desfășurarea operațiunilor de piață monetară. Instrumentul cu importanța majoră este tranzacția reversibilă care se aplică pe baza creditelor colateralizate sau a contractelor de report. Totodată BCE poate utiliza și mecanisme precum tranzacțiile simple, emisiunea de certificate de creanță, operațiunile de swap valutare și atragerea de depozite la termen. Autoritatea monetară europeană inițiază operațiunile de piață monetară, stabilește termenii și condițiile de efectuare a acestor operațiuni precum și instrumentul care urmează a fi utilizat. Operațiunile de piață monetară (open market) pot fi realizate pe baza unor licitații standard, pe baza unor licitații rapide sau pe baza unor proceduri bilaterale. Cel mai important instrument este tranzacția reversibilă (aplicabilă pe baza contractelor de report sau a creditelor colateralizate).

Operațiunile de piață monetară ale BCE pot fi împărțite în funcție de obiectiv, frecvență și procedurile aferente, în următoarele patru categorii:

- (a) operațiuni principale de refinanțare, care sunt tranzacții reversibile și periodice care au ca scop furnizarea de lichiditate cu frecvență și scadență săptămânală. Aceste operațiuni sunt efectuate de către băncile centrale naționale pe baza licitațiilor standard. Totodată, aceste operațiuni au un rol esențial în realizarea obiectivelor operațiunilor de piață monetară ale BCE;
- (b) operațiuni de refinanțare pe termen mai lung sub forma unor tranzacții reversibile de injecție de lichiditate, care au frecvență lunară și scadență la trei luni. Aceste operațiuni sunt efectuate de către băncile centrale naționale pe baza licitațiilor standard și urmăresc să ofere contrapărților refinanțări suplimentare pe termen mai lung. BCE nu face, de regulă, uz de aceste operațiuni pentru a transmite impulsuri pieței, acceptând ratele care îi sunt propuse;
- (c) operațiuni de reglaj fin care sunt executate ad-hoc și vizează controlul lichidității de pe piață și direcționarea ratelor dobânzilor, cu precădere pentru a tempera efectele fluctuațiilor neașteptate ale lichidității asupra dobânzilor. Operațiunile de reglaj fin pot fi realizate în ultima zi a unei perioade de aplicare a rezervei minime obligatorii (r.m.o.). În acest fel se ajustează dezechilibrele de lichiditate care au fost acumulate de la alocarea care a avut loc în cadrul ultimei operațiuni principale de refinanțare. Forma sub care se derulează, în general, operațiunile de reglaj fin este aceea a

tranzacțiilor reversibile, însă se pot derula și sub forma operațiunilor de swap valutar sau de atragere de depozite la termen. Instrumentele și procedurile utilizate pentru efectuarea operațiunilor de reglaj fin sunt adaptate tipului de tranzacție și obiectivelor specifice ale acestor operațiuni. În mod normal băncile centrale naționale efectuează operațiunile de reglaj fin prin licitații rapide sau proceduri bilaterale. BCE poate decide, prin decizia Consiliului guvernatorilor ca, în cazuri excepționale, operațiunile bilaterale de reglaj fin să poată fi efectuate chiar de către BCE;

- (d) operațiuni structurale care pot fi realizate de către BCE prin tranzacții reversibile, tranzacții simple și emiterea de certificate de creanță ale BCE. Aceste operațiuni sunt utilizate atunci când se urmărește ajustarea poziției structurale a Eurosistemului în ceea ce privește sectorul financiar (periodic sau ocazional). Facilitățile permanente au scopul de a regla pe termen scurt lichiditatea pieței monetare interbancare, de a semnaliza orientarea politicii monetare și de a controla ratele dobânzilor de pe piața pe termen de o zi. Contrapărțile eligibile pot accesa două tipuri de facilități: i) facilitatea de creditare marginală, pentru a obține, în schimbul unor active eligibile, lichiditate pentru o zi de la autoritatea monetară (în condiții de piață normale, accesul la această facilitate nu este limitat decât de condiția de existență a garanțiilor suficiente). Rata dobânzii aferentă acestei facilități este, de regulă, limita maximă a ratei dobânzii la o zi pe piață, și ii) facilitatea de depozit pentru a plasa excedentul de lichiditate în depozite cu termen de o zi la băncile centrale naționale.

Sistemul rezervelor minime obligatorii este aplicat instituțiilor financiar-bancare din zona euro care desfășoară activități de intermediere financiară. Scopul acestui instrument este de a stabiliza ratele dobânzilor pe piața monetară, acționând asupra deficitului structural de lichiditate. Nivelul de constituire a rezervelor minime obligatorii de către instituțiile de creditare pornește de la evaluarea elementelor din bilanțul acestor instituții. BCE permite instituțiilor folosirea mecanismului de determinare a valorii medii în scopul îndeplinirii obiectivului de stabilizare a ratelor dobânzilor. Media zilnică a rezervelor minime obligatorii constituite de către banca comercială este referința utilizată pentru evaluarea îndeplinirii obligației de constituire aferente perioadei de aplicare. Fondurile alocate constituirii rezervei minime obligatorii sunt remunerate cu rata dobânzii utilizate în cazul operațiunilor principale de finanțare a BCE.

B. Banca Națională a României

Cadrul operațional al politicii monetare a BNR este format din setul de cinci instrumente și proceduri prin intermediul cărora autoritatea monetară implementează politica monetară urmărind realizarea obiectivului său fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor. Principalele trei instrumente de care face uz autoritatea monetară sunt: operațiunile de piață monetară, facilitățile

permanente acordate instituțiilor de credit și rezervele minime obligatorii. Acestea sunt completate de contrapartidele eligibile și activele eligibile.

Cel mai important instrument de politică monetară al băncii centrale este reprezentat de operațiunile de piață monetară (open market) care au ca scop semnalizarea intențiilor politicii monetare prin modificarea ratelor de dobândă și controlul lichidității pieței monetare.

Operațiunile de politică monetară pot facilita acțiuni de injectare sau de absorbție de lichiditate în sistem.

Suplimentarea lichidității sistemului bancar este realizată prin:

- i) operațiuni repo (tranzacții reversibile), prin care banca centrală achiziționează de la băncile comerciale active eligibile pentru a fi tranzacționate, iar băncile comerciale se angajează să răscumpere acele active la o dată ulterioară și la un preț stabilit la data tranzacției;
- ii) acordarea de credite garantate colateral cu active eligibile, prin care banca centrală acordă credite băncilor comerciale care păstrează în proprietate activele eligibile aduse ca garanție;
- iii) cumpărări de active eligibile pentru tranzacționare de către banca centrală, în cadrul cărora transferul de proprietate asupra acestor active de la vânzător la cumpărător, este realizat prin mecanismul “livrare contra plată”;
- iv) swap valutar (două tranzacții simultane încheiate în aceeași contrapartidă), prin care se cumpără valută convertibilă la vedere contra lei urmând ca suma de valută cumpărată să fie vândută la o dată ulterioară contra lei.

Absorbția lichidității din sistemul bancar este realizată prin:

- i) atragerea de depozite de la băncile comerciale;
- ii) emiterea de certificate de depozit, prin vânzarea către băncile comerciale a certificatelor de depozit;
- iii) operațiuni reverse repo (tranzacții reversibile), prin care banca centrală vinde băncilor comerciale active eligibile pentru tranzacționare și se angajează să răscumpere acele active la o dată ulterioară și la un preț stabilit la data tranzacției;
- iv) vânzări de active eligibile pentru tranzacționare de către banca centrală, în cadrul cărora transferul de proprietate asupra acestor active de la vânzător la cumpărător este realizat prin mecanismul “livrare contra plată”;
- v) swap valutar (două tranzacții simultane încheiate în aceeași contrapartidă), prin care se vinde valută convertibilă la vedere contra lei urmând ca suma de valută vândută să fie cumpărată la o dată ulterioară contra lei. Prin facilitățile permanente acordate instituțiilor de credit, banca centrală urmărește reglajul lichidității (injecție/absorbție) pe termen de o zi, consolidarea orientării de ansamblu a politicii monetare și, stabilizarea dobânzilor pe termen scurt în piața monetară interbancară. Acest instrument poate facilita creditarea unei bănci

comerciale, contra unui colateral, pentru o zi și la o rată de dobândă cu 3 puncte procentuale (începând cu 2 mai 2013) peste rata dobânzii de politică monetară. Totodată, facilitatea permanentă poate oferi băncilor comerciale o soluție de plasament a excedentului de lichiditate prin crearea unui depozit la banca centrală pentru o zi și o dobândă cu 3 puncte procentuale sub rata dobânzii de politică monetară.

Rezervele minime obligatorii facilitează în principal exercitarea funcției de control monetar și de stabilizare a dobânzilor pieței monetare interbancare și vizează gestionarea adecvată a dinamicii creditului. Acest instrument este caracterizat prin următoarele elemente: i) baza de aplicare se determină ca nivel mediu zilnic pe întreaga perioadă de raportare a pasivelor din bilanțul băncilor comerciale cu excepția capitalului propriu, a pasivelor interbancare și a obligațiilor față de banca centrală; ii) se calculează lunar; iii) pot fi diferențiate funcție de denominarea pasivelor (în lei sau valută) și scadența acestora (sub sau peste 2 ani); iv) deficitul de rezervă se sancționează prin aplicarea unei dobânzi penalizatoare, iar perpetuarea situației poate conduce la sancționarea prin avertisment sau limitarea operațiunilor băncii comerciale vizate.

Contrapartidele eligibile reprezintă totalitatea băncilor comerciale, de credit ipotecar, de economii, cooperative de credit, persoane juridice române, sucursale ale băncilor străine în România și persoanelor juridice străine cu care banca centrală poate derula operațiuni de piață monetară, cu condiția îndeplinirii următoarelor trei condiții de eligibilitate: 1) fac obiectul regimului r.m.o.; 2) se încadrează și respectă condițiile de solvabilitate (în cazul băncilor comerciale, de credit ipotecar, de economii, cooperative de credit, persoane juridice române.); 3) se încadrează și respectă normele de prudență bancară ale autorităților de supraveghere din țara de origine (în cazul instituțiilor de credit din România ce aparțin statelor membre ale UE) sau din țări terțe, excepție făcând sucursalele din România ale instituțiilor de credit care emit monedă electronică.

Activele eligibile sunt reprezentate de activele care pot face obiectul tranzacționării și pot fi utilizate ca garanții în operațiunile de piață monetară ale băncii centrale. În această categorie intră: titlurile de stat emise de către Ministerul Finanțelor Publice (MFP) pe piața internă (denominate în moneda națională sau în devize), obligațiunile emise de către MFP pe piețele externe sau cele denominate în moneda națională emise de către instituțiile financiare internaționale (IFI), certificatele de depozit emise de către BNR și alte categorii de active negociabile stabilite în baza unei hotărâri a Consiliului de administrație al BNR. Banca centrală evaluează zilnic activele eligibile.

4. Răspunsul politicii monetare la criza financiară

A. Banca Centrală Europeană

Criza financiară a determinat autoritatea monetară europeană să implementeze măsuri neconvenționale de politică monetară fără însă a ignora structura financiară a economiei europene, care susține finanțarea economiei de către instituțiile financiar-bancare, și ținând seama de structura instituțională a pieței unice. În condițiile unei piețe tensionate a datoriilor suverane, a unui mediu economic deteriorat și caracterizat de incertitudini și anticipații negative, cu instituții de credit fragile, caracterul asimetric al transmisiei măsurilor de calibrare a ratelor dobânzii pe piața monetară interbancară către ratele dobânzilor băncilor comerciale a fost accentuat, ceea ce a generat o amplificare a caracterului diversificat al condițiilor de finanțare în cadrul statelor membre. Această transformare a contextului economic a accentuat răspunsul latent al ratelor dobânzilor băncilor comerciale la impulsurile politicii monetare și a modificat modul de propagare a semnalelor de politică economică.

În pofida reacției ferme și imediate a autorității monetare în sensul de a adresa deteriorarea funcționalității piețelor financiare și a diminua transmiterea înspre sectorul real al economiei, eficiența politicii monetare stimulative a BCE a fost erodată de barierele care au blocat transmiterea impulsului de politică monetară, ceea ce a susținut perpetuarea diminuării cheltuielilor totale și accentuarea riscului de instabilitate pe termen mediu a prețurilor.

Chiar dacă măsurile neconvenționale de politică monetară au contribuit la relaxarea constrângerilor de lichiditate, prin optimizarea funcționării piețelor financiare, ceea ce a condus la prevenirea efectului de dezintermediere dezordonată în cadrul economiilor din zona euro, disputa în ceea ce privește eficiența impactului lor asupra economiei reale a continuat.

Observațiile în timp confirmă faptul că transmiterea semnalelor prin intermediul ratelor dobânzilor către sistemul bancar este influențată, la modul general, de un cumul de factori de natură ciclică dar și de factori de natură structurală. Pe de altă parte, fazele ciclului economic, prin percepția riscului, a constrângerilor de capital, a accesului la surse alternative de finanțare de capital (acces efectiv sau condiționat de costul acestuia) și prin așteptările privind evoluția economiei pe care le generează, induc o anumită dinamică și intensitate a ajustării ratelor de dobândă practicate de băncile comerciale, elemente care au influențat în mod consistent pe parcursul crizei conduita activității de creditare în economia zonei euro.

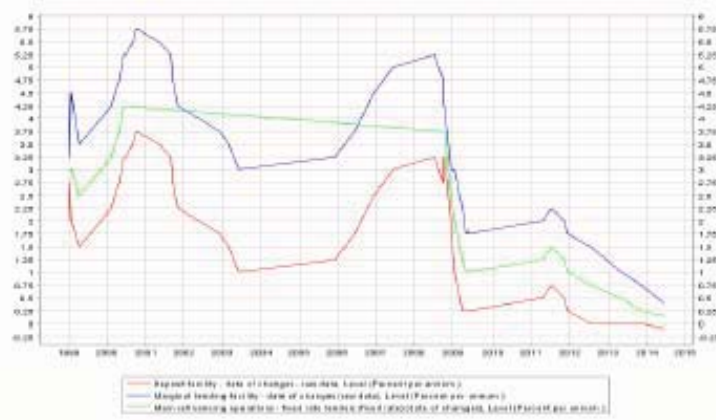
În general, transferul dobânzilor în sistemul bancar este influențat de o serie de factori, atât de natură structurală, cât și ciclică. Experiența relevă faptul că, în funcție de nivelul de competitivitate al sistemului bancar sau de existența altor surse de finanțare a activității companiilor sau a nevoilor populației, prețul banilor (rata dobânzii) răspunde în mod diferențiat (mai prompt sau mai lent) semnalelor transmise prin deciziile de politică monetară. Dacă procesul de ajustare a ratelor dobânzilor aferente împrumuturilor nebancale este lent, atunci cauzele acestei întârzieri pot fi explicate de asimetria informațională, de costurile de transfer aferente deciziei clientului de a schimba banca prin care își desfășoară operațiunile sau de costurile de ajustare pe care le suportă băncile, ca urmare a calibrării ratelor de dobândă pe piața monetară interbancară (atunci când aceste costuri depășesc costul menținerii ratelor de dobândă neschimbate).

Criza financiară din perioada 2007-2009, care a generat și o criză a datoriilor suverane, a avut un impact sever asupra economiilor zonei euro. În sensul echilibrării cadrului economic, BCE a recurs la măsuri de relaxare monetară, prin intermediul canalului ratei de dobândă, și la măsuri neconvenționale de politică monetară. După colapsul Lehman Brothers (ceea ce a contrazis crezul tradițional "too big to fail") băncile comerciale s-au protejat prin constituirea de rezerve de lichiditate, adoptarea unei conduite restrictive privind creditarea și limitarea expunerilor la risc.

Dată fiind dependența mare a economiei europene de canalul bancar de finanțare și rolul important pe care instituțiile bancare îl au în implementarea politicii monetare a BCE, riscul manifestării unei crize a creditului creștea alarmant. BCE a recurs la relaxarea politicii monetare pe canalul de dobândă și a redus cu 2,75 puncte procentuale rata dobânzii de refinanțare, de la 3,75% în octombrie 2008 la 1% în mai 2009.

Figura 3

Ratele dobanzilor BCE



Sursa: BCE

Concomitent, a vizat facilitarea transmisiei politicii monetare prin adoptarea unor măsuri de susținere a lichidității sistemului bancar.

Autoritatea monetară europeană a dat un răspuns rapid și ferm evenimentelor din ultimii 6 ani prin relaxarea politicii monetare, ca urmare a reducerii ratelor de dobândă, susținerea financiară pe orizonturi lungi de timp a băncilor din zona euro și temperarea până la eliminare a riscului divizării zonei euro. Începând cu luna iulie 2013, BCE a extins setul de instrumente pentru a facilita protejarea procesului incipient de revenire economică de riscul unei înăspriri premature a condițiilor monetare. Astfel, Consiliul guvernatorilor BCE a comunicat în mod clar faptul că așteptările aferente comportamentului condițiilor monetare vizează menținerea ratelor dobânzilor la nivelul de la acel moment pe o perioadă lungă de timp, sau chiar scăderea sub acel nivel. Raționamentul acestui scenariu a fost bazat pe așteptările că pe termen mediu se vor menține perspectivele unei inflații modeste dată fiind starea generală de slăbiciune și fragilitatea economiei euro în ansamblu și dinamicile monetare lente.

În perioada iunie - iulie a anului 2013, volatilitatea ratelor de dobândă de pe piața monetară a crescut substanțial iar la primul nivel al transmisiei a politicii monetare către economie, nivelul dobânzii aferente creditului interbancar, s-a observat o corelare slabă cu fundamentele zonei euro. Astfel, a fost evident că gradul de corelare dintre conduita politicii monetare și condițiile din piața monetară trebuie întărit și că trebuie adoptată o atitudine de orientare spre viitor (orientarea anticipațiilor cu privire la dobânzile viitoare - forward guidance). Comunicarea BCE a fost clară și a indicat elementele cheie care vor caracteriza noua abordare:

- i) canalul ratei dobânzii nu este limitat, rata dobânzii de refinanțare nu a ajuns la un nivel minim;
- ii) perspectiva inflaționistă va condiționa deciziile de ajustare a ratelor de dobândă;
- iii) orizontul pe termen mediu este esențial pentru coordonarea politicii monetare.

În centrul atenției au fost plasate evaluarea atentă a evoluției condițiilor de piață monetară și lichiditate precum și reducerea incertitudinilor pieței privind anticipațiile asupra evoluției dobânzilor pe termen scurt, elemente care, dacă sunt adecvate contextului economic de piață, pot facilita orientarea politicii monetare în sensul menținerii unui grad de acomodare garantat de perspectivele de stabilitate a prețurilor și promovarea unor condiții de stabilitate pe piața monetară. Realizarea acestor condiții va contribui la susținerea unei reveniri graduale a activității economice.

Evaluările ulterioare au arătat că presiunile pe termen mediu asupra prețurilor au rămas modeste, revenirea economică a zonei euro fragilă iar somajul ridicat. Perspectivele pe termen mediu au continuat să indice o recuperare economică în ritm lent pe fondul unei refaceri marginale a cererii interne susținute de politica monetară acomodativă și așteptările privind o revenire graduală a cererii externe care să amplifice exporturile. În planul intermedierei financiare, situația nu a beneficiat de auspicii mai favorabile. Dinamica creditului a rămas

modestă, iar creditul către sectorul privat s-a stabilizat în zona de creștere negativă. Aceste evoluții au reflectat, în fapt, faza actuală a ciclului de afaceri, riscul de credit și continuarea proceselor de ajustare a bilanțului sectoarelor financiar și nefinanciar.

Astfel, în noiembrie 2013, BCE decide să continue relaxarea monetară prin reducerea ratei minime de refinanțare cu încă 25 de puncte de bază, până la 0,25%, dobânda facilității de creditare cu același pas până la 0,75%, însă menține dobânda facilității de depozit la 0%. Așteptările au vizat din nou menținerea ratei dobânzilor la acele nivele pentru o perioadă cât va fi necesar. Datorită fragmentării piețelor, transmisia deciziilor de relaxare monetară pe canalul dobânzii în timpul crizei a fost lentă și neuniformă în cadrul zonei euro. Astfel, atât raționamentul insuficienței ajustărilor doar pe canalul ratei de dobândă, pentru a asigura și menține stabilitatea prețurilor, cât și, în consecință, acela al adoptării de măsuri neconvenționale, sunt justificate și vizează optimizarea transmisiei deciziilor monetare astfel încât efectele să fie uniforme în toată zona euro atât la nivelul companiilor cât și al gospodăriilor. În acest scop s-a decis că atenuarea problemelor de finanțare a băncilor, care stă la baza atitudinii ezitante a acestora de a accelera intermedierea financiară, poate fi realizată prin continuarea operațiunilor de refinanțare prin proceduri de licitație cu rată fixă și alocare integrală cel puțin până în luna iulie 2015. În anul 2011, BCE a decis să ofere sprijin pentru finanțarea băncilor din zona euro prin două LTRO (Operațiuni de Refinanțare pe Termen Lung) cu maturități de 3 ani. Reacția băncilor a fost să ramburseze 40% din suma totală în cursul anului 2013, pe măsură ce finanțarea lor s-a îmbunătățit, ceea ce a condus la drenarea graduală a excesului de lichiditate pe termen scurt din piețele monetare.

Angajamentul condiționat al BCE pentru o politică monetară acomodativă pe o perioadă mai lungă fost înțeles și preluat de piețele financiare și a generat o diminuare a ratelor de dobândă la termen pe piețele monetare și o diminuare a randamentelor obligațiunilor. Pe de altă parte, literatura de specialitate și observațiile empirice indică faptul că o perioadă îndelungată de inflație scăzută amplifică riscul de scădere a activității economice.

Așteptările Consiliului guvernatorilor din vara anului 2013 au fost confirmate după un an când, începând cu luna iunie 2014, rata dobânzii de refinanțare a fost redusă cu 10 puncte de bază până la 0,15%, iar rata dobânzii la facilitatea de credit a fost redusă cu 35 de puncte de bază până la 0,40%. Rata de dobândă la facilitatea de depozit a fost redusă cu 10 puncte de bază, ceea ce a determinat, în premieră, intrarea acesteia în zona de remunerare negativă (-0,10%).

În plus față de această măsură acomodativă, BCE a anunțat inițierea unei serii de operațiuni de refinanțare specifice pe termen mai îndelungat (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO, engl.), cu obiectiv și criterii clar definite, pentru a susține procesul de reluare a creditării populației și companiilor nefinanciare. Toate aceste operațiuni au o maturitate de aproximativ 4 ani, până în Septembrie 2018 și vor fi inițiate în lunile septembrie și decembrie 2014.

Într-o primă fază, contrapărțile vor putea să împrumute sume echivalente a 7% din creditele lor totale către sectorul privat nefinanciar din zona euro, mai puțin creditele către populație pentru achiziția de locuințe, restante la 30 aprilie 2014, și creditele către sectorul public. Suma totală alocată inițial acestor operațiuni este de circa 400 miliarde de euro.

În completarea acestor operațiuni, în perioada martie 2015 – iunie 2016, contrapărțile vor putea împrumuta trimestrial până la de trei ori echivalentul împrumuturilor nete acordate sectorului privat nefinanciar din zona euro, din care sunt excluse creditele acordate populației pentru achiziția de locuințe, pentru o anumită perioadă de peste un anumit nivel de referință specific. Capacitatea netă de creditare se va calcula ca diferență între creditele noi și cele răscumpărate fără a fi influențată de portofoliile de credite vândute, securitizate sau depreciate.

Operațiunile de refinanțare specifice pe termen mai îndelungat prezintă avantajul de se realiza la o dobândă fixă pe toată perioada, care va fi rata dobânzii de refinanțare a BCE la momentul acordării, la care se adaugă o marjă fixă de 10 puncte de bază, și există opțiunea de a fi stinse prin rambursare anticipată începând cu intrarea în a doua jumătate a perioadei de maturitate totală. Destinația unică a fondurilor, clarificată printr-un set de prevederi, este de a sprijini financiar economia reală. Excepție de la opțiunea de rambursare anticipată fac acele contrapărți care nu au îndeplinit condițiile de capacitate netă de creditare a sectorului real al economiei, pentru care data rambursării integrale a sprijinului financiar este cel târziu luna septembrie 2016. În sensul facilitării acestor demersuri, Consiliul guvernatorilor a luat decizia de a extinde eligibilitatea existentă a activelor suplimentare ca și colateral, în mod special în cazul celor aferente unor solicitări suplimentare de finanțare, cel puțin până în septembrie 2018.

Simultan, Consiliul guvernatorilor dorește să accelereze pregătirea cadrului necesar achizițiilor directe de titluri de valoare garantate cu active (Asset-Backed Security, ABS, engl.) pentru a îmbunătăți funcționalitatea mecanismului de transmisie a politicii monetare. Operabilitatea acestui canal de transmisie va facilita achiziționarea în mod simplu și transparent de către Eurosistem a titlurilor de valoare garantate cu active, care au ca active suport creanțe asupra sectorului real nefinanciar al zonei euro, având în vedere modificările necesare ale cadrului de reglementare. În acest sens, Eurosistemul va conlucra cu celelalte instituții relevante.

Având în vedere orientarea spre viitor, angajamentul de a menține la un nivel înalt caracterul acomodativ al politicii monetare și determinarea de a tempera volatilitatea din piețele monetare, BCE a decis să continue efectuarea operațiunilor principale de refinanțare prin procedură de licitație cu rată fixă și alocare totală atât cât va fi necesar, dar nu mai puțin de sfârșitul perioadei de constituire a rezervelor care se încheie în luna decembrie 2016. În completarea acestei măsuri, s-a decis efectuarea de operațiuni de refinanțare pe termen mai îndelungat (longer-term refinancing operations, LTRO, engl.) la trei luni, cu alocare înainte de sfârșitul perioadei de constituire a rezervelor care se încheie în luna decembrie 2016, la o rată de dobândă fixă la nivelul ratei medii a dobânzii de

refinanțare. Totodată, operațiunile săptămânale de reglaj fin pentru sterilizarea excedentului de lichiditate injectată prin programul pentru piețele de capital, au fost suspendate.

În modul cel mai probabil, măsura care a transmis impulsul cel mai consistent este aceea de a reduce dobânda la facilitatea de depozit în zona de remunerare negativă. Pe de altă parte, BCE subliniază că această reducere este doar una din setul de măsuri a căror acțiune concertată vizează asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu, o condiție imperios necesară pentru o creștere sustenabilă a economiei zonei euro.

B. Banca Națională a României

Pe lângă dificultățile aferente coordonării de politici într-o economie emergentă, implementarea strategiei de politică monetară de țintire directă a inflației a fost supusă influențelor mediului economic intern și internațional sau tensiunilor politice.

Dacă în 2005 rata inflației a fost cu 10 puncte de bază peste limita superioară a intervalului țintă, iar în 2006 s-a încadrat cu 10 puncte de bază sub limita superioară a intervalului, în următorii 4 ani rata inflației a fost constant peste limita superioară a intervalului țintă. După declanșarea crizei financiare globale, ținta de inflație a fost atinsă doar în 2011, când rata inflației a fost cu 14 puncte de bază peste ținta (3,14% față de ținta de inflație de $3\% \pm 1$ punct procentual) și în 2013 când rata inflației a fost cu 95 de puncte de bază sub ținta (1,55% față de ținta de inflație de $2,5\% \pm 1$ punct procentual).

Tabel 1

Țintele de inflație

	Ținta de inflație
2005	7,5% ± 1 punct procentual
2006	5,0% ± 1 punct procentual
2007	4,0% ± 1 punct procentual
2008	3,8% ± 1 punct procentual
2009	3,5% ± 1 punct procentual
2010	3,5% ± 1 punct procentual
2011	3,0% ± 1 punct procentual
2012	3,0% ± 1 punct procentual
Începând cu 2013	2,5% ± 1 punct procentual

Sursa: BNR

În anul de debut al crizei financiare globale, România a aderat la Uniunea Europeană, cu beneficii consistente din perspectiva dezvoltării economice sustenabile și încrederii, dar și cu provocări la adresa politicilor autorității

monetare. În prima parte a anului, inflația a scăzut la un minim istoric¹ iar cursul de schimb a consemnat o apreciere rapidă și greu de explicat prin prisma fundamentelor economice. Dacă pe termen mediu premisele asigurării sustenabilității dezinflației, principala provocare pentru politica monetară, păreau favorabile, pe un orizont mai mare de timp riscurile aferente procesului de reducere a inflației au crescut pe fondul menținerii surplusului de cerere agregată, (ceea ce alimenta un deficit extern care era deja la un nivel înalt), a aprecierii accelerate a monedei naționale în raport cu euro și a creșterii soldului datoriei externe. O preocupare majoră pentru autoritatea monetară a fost legată de posibilitatea înregistrării unei reacții adverse de depreciere și de corecție a leului, consecință a aprecierii accelerate din prima jumătate a anului, și efectele ei asupra stabilității financiare în condițiile în care activele și pasivele din bilanțurile băncilor erau predominant în valută.

În acest context, autoritatea monetară a decis o reducere graduală a ratei dobânzii de politică monetară în vederea diminuării intrărilor de capital și a stopării procesului de apreciere excesivă a leului. Pe lângă intenția de a tempera caracterul restrictiv al aprecierii cursului de schimb al leului, relaxarea condițiilor monetare prin canalul ratei dobânzii a fost susținută și de perspectivele îmbunătățite asupra inflației. Partea a doua a anului a fost caracterizată de o schimbare radicală a contextului inițial: procesul de dezinflație a fost întrerupt iar dinamica prețurilor a înregistrat un ritm crescător accelerat, susținut și de creșterile consistente ale prețurilor produselor agricole și ale unor produse alimentare. Concomitent, tensiunile în plan extern datorate turbulențelor din piețele financiare internaționale, consecință a declanșării crizei creditului ipotecar în SUA, au fost amplificate în plan intern de o mișcare de corecție a cursului de schimb a leului. Astfel, pentru a descuraja intrările masive de capital speculativ, cu conduită preponderent volatilă, și aprecierea nefundamentată a leului, BNR a continuat să absoarbă parțial lichiditatea excesivă prin intermediul operațiunilor de piață monetară. Odată cu dezechilibrarea condițiilor de lichiditate, vizibilă începând cu luna aprilie, ca și consecință a intensificării absorbției monetare efectuate de către Trezorerie și a creșterii apetitului nerezidenților pentru plasamentele în lei², autoritatea monetară a procedat la o schimbare graduală de tactică prin reducerea frecvenței și volumului sterilizărilor și inițierea unor operațiuni repo de injectare de lichiditate.

Banca centrală a recurs la ajustarea cadrului operațional al politicii monetare în partea a doua a anului, pentru a răspunde necesității de accentuare a nivelului de restrictivitate a condițiilor monetare și a sporirii eficienței instrumentelor de politică monetară. Astfel, a decis majorarea ratei dobânzii la facilitatea de depozit cu 1 punct procentual, până la 2% și reducerea dobânzii la facilitatea de creditare cu 2 puncte procentuale, până la 12%, ceea ce a condus la reducerea ecarterului dintre rata dobânzii de politică monetară și ratele aferente

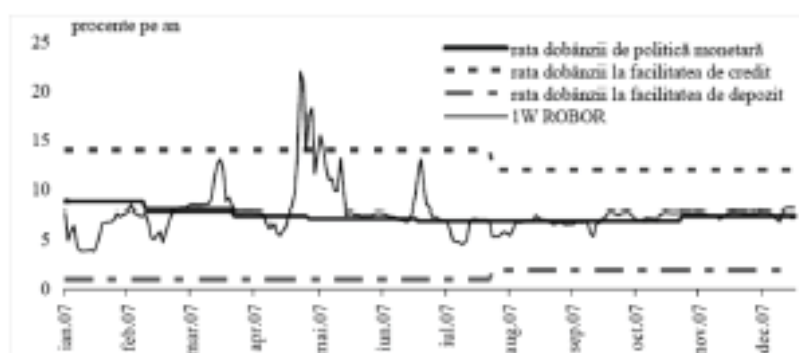
¹ 3,66% în luna martie, cel mai scăzut nivel din octombrie 1990.

² Ceea ce a condus la majorarea consistentă a cererii de rezerve din partea unor bănci comerciale

facilităților permanente. Scopul acestor ajustări a fost de a optimiza rolul dobânzilor de pe piața monetară în cadrul transmisiei, de a întări caracterul de semnal al dobânzii de politică monetară și de a diminua volatilitatea dobânzilor de pe piața monetară interbancară. Concomitent, banca centrală a redus la 2 săptămâni scadența depozitelor atrase inițial la 4 săptămâni.

Figura 4

Rate ale dobânzii



Sursa: BNR, www.bnr.ro/ Publicații

Gestionarea fermă a controlului lichidității a fost accentuată spre finalul anului în scopul de a accentua efectul majorării dobânzii de politică monetară. Acțiunile de absorbție a lichidității au fost derulate în principal prin intermediul atragerii de depozite, iar rolul certificatelor de depozite cu maturitate de trei luni a fost diminuat consistent. După accelerarea dinamicii prețurilor din partea a doua a anului 2007, autoritatea monetară a urmărit în 2008 cu precădere reînceperea procesului dezinflaționist și aducerea ratei inflației într-o zonă adecvată atingerii obiectivelor stabilite pe termen scurt și mediu. Astfel, reacția băncii centrale a fost consecventă cu accentuarea graduală a caracterului restrictiv al politicii monetare pe canalul ratei dobânzii în scopul combaterii presiunilor inflaționiste generate de cerere, și ancorării anticipațiilor inflaționiste. Astfel, banca centrală a majorat rata dobânzii de politică monetară cu 225 de puncte de bază, până la 10.25%, în prima parte a anului 2008 prin cinci decizii consecutive, a gestionat lichiditatea de pe piața monetară printr-un control ferm și a menținut la 20%, respectiv 40% ratele rezervelor minime obligatorii la lei, respectiv valută.

Revenirea ratei inflației pe un trend descrescător a avut loc în luna august. Spre finalul anului însă, banca centrală s-a confruntat din nou cu presiuni inflaționiste ale cererii, generate de o dinamică mare a PIB în trimestrul trei, de impactul contextului electoral coincident cu o relaxare a politicii fiscale și de venituri, și de presiunile inflaționiste generate de revenirea pe un trend ascendent a cursului de schimb și creșterea volatilității acestuia, completată de deteriorarea anticipațiilor inflaționiste.

Deteriorarea mediului extern odată cu revenirea turbulențelor pe piața financiară internațională și intrarea în criza financiară globală, a fost un factor suplimentar de amplificare a provocărilor la adresa politicii monetare. Deteriorarea perspectivelor economiei globale cu impact asupra economiei naționale ca urmare a manifestării efectului de contagiune a complicat acțiunile de calibrare a politicii monetare a băncii centrale. Banca centrală a decis să întrerupă procesul de accentuare a restrictivității politicii monetare, iar rata dobânzii a fost menținută la nivelul de 10.25%.

Cadrul operațional al politicii monetare a fost semnificativ ajustat în ultimul trimestru al anului, când datorită reducerii excedentului structural de lichiditate a sistemului bancar, lichiditatea netă a băncilor comerciale a intrat în zona negativă. Lichiditatea netă a băncilor comerciale, ca expresie a excedentului structural de lichiditate din care se elimină rezervele minime obligatorii, a intrat într-o zonă negativă. În luna octombrie, banca centrală a decis să reducă cu două puncte procentuale, până la 18%, rata r.m.o. la lei, și să injecteze lichiditate prin intermediul facilității de creditare, al operațiunilor de swap valutar și al operațiunilor repo, cu scopul de a asigura o funcționare adecvată a pieței monetare interbancare.

Aceste măsuri au condus la o detensionare graduală a pieței și la o reducere a ecartului dintre randamentele pe termen scurt și rata dobânzii de politică monetară.

Una din principalele provocări la adresa politicii monetare în cursul anului 2009 a fost necesitatea imperativă de menținere a stabilității financiare, concomitent cu derularea unui proces ordonat de ajustare a dezechilibrelor macroeconomice. În acest context, realizarea unui proces sustenabil de dezinflație și relativă menținere a potențialului de creștere economică pe termen mediu și lung erau dependente de credibilitatea mix-ului de politici macroeconomice, care urma să fie reechilibrat prin întărirea componentei fiscale și de venituri, și accelerarea componentei de reforme structurale. În sprijinul unor astfel de demersuri, autoritățile române au încheiat un acord multilateral de finanțare cu instituțiile financiare internaționale, pentru a facilita creșterea încrederii mediului internațional în economia românească și a reduce costurile ajustărilor macroeconomice.

Urmărind consecvent consolidarea procesului de dezinflație și ancorarea anticipațiilor inflaționiste, banca centrală a demarat în 2009 un proces prudent de adecvare a condițiilor monetare la necesitățile economiei prin atenuarea graduală a caracterului restrictiv al politicii monetare. În acest sens, rata dobânzii de politică monetară a fost redusă cu 2,75 puncte procentuale până la 7,5% în cursul anului, prin prisma a șase decizii de politică monetară, din care ultimele cinci au menținut constant pasul de reducere a dobânzii de politică monetară la 0,50 puncte procentuale. Concomitent, banca centrală a decis reducerea r.m.o. cu 3 puncte procentuale, până la 15%, aferent pasivelor în lei cu scadența reziduală mai mică de doi ani, cu 5 puncte procentuale, până la 25%, aferent pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani, și a decis eliminarea r.m.o. aferent pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mare de doi ani care a fost de 40% inițial.

Dificultatea contextului general din anul 2009 a determinat banca centrală să accentueze comunicarea vizând necesitatea creșterii credibilității mixului de politici macroeconomice, a corelării și echilibrării acestora. Demararea procesului de consolidare fiscală și evitarea derapajelor politicii fiscale și de venituri sunt acțiuni care au capacitatea de a consolida încrederea și de a diminua costurile procesului mai amplu de ajustare macroeconomică.

Necesitatea adecvării acțiunilor de gestionare a lichidității la realitățile economice în plan intern și extern a fost facilitată în mod esențial de caracterul flexibil al cadrului operațional de implementare a politicii monetare și în anul 2010. Provocările la adresa politicii de gestionare a lichidității au fost generate de unele disfuncționalități persistente ale mecanismului de transmisie a politicii monetare, de tensiunile din piețele internaționale ca și consecință a crizei datoriiilor suverane și a volatilității primei de risc asociată investițiilor pe piața locală etc. Astfel, politica de gestionare a lichidității a urmărit în prima parte a anului susținerea procesului de reducere și stabilizare a dobânzilor pe termene mai lungi din piața monetară interbancară pentru a facilita repoziționarea dobânzilor active și pasive ale clienților nebancari față de dobânda de politică monetară. Banca centrală a injectat lichiditate în sistemul bancar prin intermediul operațiunilor repo cu maturitate la o săptămâna pentru a relaxa condițiile de lichiditate de pe piața monetară, ceea ce a condus la o scădere consistentă a randamentelor pe termen scurt în piața monetară interbancară, până în proximitatea ratei la facilitatea de depozit, și a antrenat și o tendință de scădere a randamentelor la termene mai lungi. Banca centrală a trecut în poziție de debitor net față de sistemul bancar în momentul în care (luna aprilie) datorită trecerii poziției de lichiditate a sistemului bancar în poziție excedentară, a accentuat rolul instrumentului de atragere de depozite (cu scadență săptămânală) în vederea sterilizării excedentului de lichiditate.

A doua parte a anului a fost caracterizată de o ușoară îmbunătățire a condițiilor de pe piețele externe însă pe plan intern a fost observată întreruperea tendinței de reducere a randamentelor depozitelor și creditelor în lei cu precădere la cele ale populației. Banca centrală a reacționat prin recalibrarea politicii de gestionare a lichidității în sensul susținerii continuării procesului de reaşezare a dobânzilor la depozite. BNR a rămas în poziție de debitor net față de sistemul bancar absorbind lichiditatea excedentară prin atragerea de depozite la o săptămână cu rata fixă de dobândă, pe de o parte, și preponderent prin facilitatea permanentă de depozit oferită băncilor comerciale, pe de alta parte. În consecință tendința de scădere a dobânzilor pe termen foarte scurt a fost reluată iar randamentele au ajuns în proximitatea nivelului randamentului facilității de depozit înspre finalul anului. Tendința a fost urmată și de dobânzile la maturități mai lungi, cu precădere în ultimul trimestru al anului.

Cadrul de implementare a politicii monetare a fost favorizat în anul 2011 de continuarea procesului de consolidare fiscală, menținerea acțiunilor vizând reformele structurale, precum și a șocului de ofertă pozitiv ca urmare a producției agricole bune. Banca centrală a adoptat în continuare o conduită prudentă a politicii monetare, ceea ce a favorizat reluarea procesului dezinflaționist și rata

inflației s-a redus la mai puțin de jumătate față de anul precedent (3,14% față de 7,96% în 2010) scăzând în proximitatea țintei de inflație programate. Economia a înregistrat o creștere economică de 2,5% după doi ani de scădere. Provocarea majoră pentru politica monetară a fost reprezentată de riscul deteriorării anticipațiilor inflaționiste și încetinirea procesului de dezinflație. Rata inflației a atins un nivel de 8,41% în luna mai și ridica semne de întrebare asupra așteptărilor privind dispersarea efectului direct de creștere a prețurilor generat de majorarea TVA cu 5 puncte procentuale, până la 24%, care a fost operată în luna iulie a anului trecut. Un alt risc la adresa reluării procesului de dezinflație îl constituiau dereglementările considerabile ale unor prețuri administrate prin prisma obligațiilor asumate în cadrul acordului cu instituțiile financiare internaționale (Uniunea Europeană - UE, Fondul Monetar Internațional – FMI, și Banca Mondială - BM). În acest context, ajustarea condițiilor monetare pe canalul dobânzii de politică monetară a fost realizată doar în luna noiembrie, cu pasul de reducere dimensionat la 0,25 puncte procentuale, până la un nivel de 6%. Ritmul de reducere a fost menținut și în luna ianuarie 2012 iar rata dobânzii de politică monetară a scăzut până la un nivel de 5,75%.

Figura 5



Sursa: BNR

Banca centrală a gestionat în mod adecvat lichiditatea prin intermediul operațiunilor de piață monetară, a facilităților permanente și a mecanismului r.m.o.. Nivelul r.m.o. pentru pasivele denumite în monedă națională a fost menținut la 15% însă a fost redus cu 5 puncte procentuale, până la 20%, nivelul aplicabil pasivelor în valută, în trimestrul al doilea. Măsura a vizat creșterea gradului de flexibilitate a utilizării lichidității în valută de către băncile comerciale și menținerea procesului de armonizare a mecanismului r.m.o. cu normele standard practicate de către autoritatea monetară europeană. Limitarea creditului în valută

a fost transferată măsurilor prudentiale adoptate prin prisma Regulamentului privind creditele destinate persoanelor fizice, care viza limitarea creditului în valută pentru debitorii neprotejați împotriva riscului valutar și, totodată, alinierea la principiile generale ale UE în acest domeniu, specificate în recomandările Comitetului European pentru Risc Sistemic publicat în luna septembrie 2011.

În pofida debutului de an marcat de o reducere a dobânzii de politică monetară, implementarea politicii monetare a beneficiat de un context dificil în anul 2012, caracterizat de evoluții mixte și chiar conflictuale. Caracterul prudent al politicii monetare a fost adecvat contextului economic prin prisma a două abordări distincte din partea autorității monetare. O primă abordare a vizat prelungirea ciclului de relaxare monetară pe canalul dobânzii ca urmare a continuării procesului dezinflaționist. A doua abordare a constat în oprirea procesului de relaxare și accentuarea fermității controlului lichidității din sistemul bancar, consecință a accentuării riscurilor inflaționiste și deteriorării așteptărilor pe termen scurt privind inflația.

Ciclul de reducere a ratei dobânzii de politică monetară a fost menținut în lunile februarie și martie cu un pas prudent de 0,25 puncte procentuale, până la atingerea unui nivel de 5,25%, pentru ca în luna mai, pe fondul accentuării moderate a riscurilor inflaționiste pe termen scurt, banca centrală să decidă stoparea ciclului de reducere a ratei dobânzii.

Chiar dacă instrumentele de politică monetară au facilitat implementarea politicii monetare în mod adecvat, banca centrală a vizat creșterea eficienței cadrului operațional prin adoptarea unor măsuri noi care au urmărit continuarea armonizării mecanismului r.m.o. cu normele standard ale BCE, precum și schimbarea și adaptarea procedurilor de desfășurare a operațiunilor de piață monetară pentru a răspunde unei cereri mai mari de rezerve din partea băncilor. Dacă protejarea abordării prudente din partea politicii monetare a implicat menținerea r.m.o. la același nivel în cursul anului (15% la lei și 20% la valută), gestionarea lichidității a implicat modificări succesive a manierei de abordare pentru realizarea unei adaptări optime atât la condițiile lichidității din sistemul bancar, cât și la condițiile de funcționare a piețelor financiare.

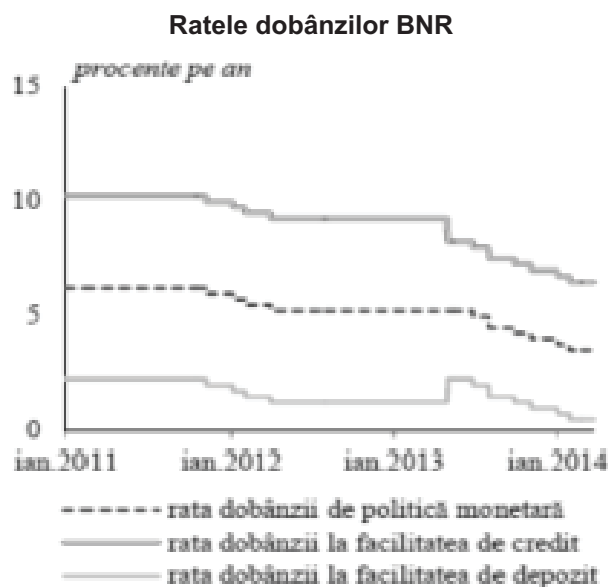
Banca centrală a menținut o abordare prudentă în ceea ce privește calibrarea instrumentelor de politică monetară la începutul anului 2013, urmărind ancorarea fermă a așteptărilor inflaționiste pe orizontul mediu de timp, consolidarea eforturilor de readucere a inflației în proximitatea țintei staționare de 2,5% și susținerea reluării intermedierei financiare în condiții sustenabile. Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 5,25% în cursul primelor două ședințe ale Consiliului de administrație al BNR, iar ratele r.m.o. nu au fost ajustate.

Totodată, banca centrală a revenit la adoptarea unei maniere adecvate de gestionare a lichidității din sistemul bancar prin majorarea graduală, în primele două luni ale anului, a plafonului licitațiilor repo săptămânale și eliminarea acestui plafon în luna martie, ceea ce a condus la acoperirea integrală a cererii de lichiditate a băncilor comerciale. În acest context, tendința de scădere a fost

reluată atât la nivelul dobânzilor tranzacțiilor de pe piața monetară interbancară, cât și la nivelul cotațiilor ROBOR pe termen mai lung, care au revenit în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară a BNR.

Conduita de politică monetară a băncii centrale a fost ajustată gradual în trimestrul al doilea în scopul realizării unei ancorări mai bune a anticipațiilor inflaționiste. Astfel, banca centrală a redus în luna mai limitele coridorului facilităților permanente cu 1 punct procentual, până la ± 3 puncte procentuale, simetric față de dobânda de politică monetară, urmărind consolidarea transmisiei monetare și temperarea ratelor dobânzilor pe piața monetară interbancară. Temperarea presiunilor inflaționiste și reintrarea ratei inflației în intervalul țintit, a justificat reluarea ciclului de relaxare monetară pe canalul dobândă prin decizia de a reduce rata dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, până la 5,00% în luna iulie.

Figura 6



Sursa: BNR

Gestionarea adecvată a lichidității a fost susținută în continuare prin operațiuni repo la săptămână prin procedura licitațiilor fără plafon, ceea ce a condus la acoperirea integrală a necesarului de lichiditate al băncilor comerciale. În acest context, randamentele pe piața monetară interbancară au continuat să scadă, tendință urmată mai accentuat și de randamentele pe termen mai lung. Ameliorarea perspectivelor inflaționiste susținută de scăderea anticipațiilor și de persistența deficitului de cerere a justificat încă două reduceri ale dobânzii de politică monetară cu un pas de 0.50 puncte procentuale, până la 4.5% în urma ședinței din luna august și, mai prudent, cu un pas de 0.25 puncte procentuale în septembrie, până la 4.25%. Decizia de reducere prudentă a dobânzii de politică

monetară din luna septembrie a fost luată pe fondul confirmării estimărilor privind accelerarea procesului de dezinflație, evoluție așteptată și în orizontul următoarelor două trimestre. Concomitent, banca centrală a lăsat neschimbate ratele r.m.o. aferente pasivelor în lei și în valută, vizând menținerea caracterului adecvat al gestionării lichidității din sistemul bancar.

Procesul de relaxare a politicii monetare a continuat până în luna februarie 2014. La finalul ciclului de relaxare, care a inclus șase decizii consecutive, rata dobânzii de politică monetară a scăzut cu 1,75 puncte procentuale, până la un nivel de 3.5%. Durata și amplitudinea procesului de relaxare a politicii monetare pe canalul dobândă a fost justificat de continuitatea diminuării ratei inflației, care a ajuns la un nivel de 1.55% în luna decembrie 2013, ceea ce o situa în proximitatea nivelului inferior al intervalului țintă și la un nou minim istoric al ultimilor 24 de ani. Concomitent, banca centrală a continuat să mențină o gestionare adecvată a lichidității sistemului bancar și niveluri neschimbate ale ratelor r.m.o. aferente pasivelor în lei și în valută.

5. Concluzie

Coordonarea politicii monetare în perioada crizei financiare internaționale, și după acel moment, a trebuit să fie adaptată unui context economic nou caracterizat de amplificarea heterogenității condițiilor economice la nivelul economiilor statelor membre ale Uniunii Europene, fie că aparțin zonei euro, fie că sunt în proces de aderare la zona euro și adoptare a monedei unice. Chiar dacă există un obiectiv fundamental similar în esență, care urmărește asigurarea și menținerea stabilității prețurilor, o strategie care are elemente comune și un set de instrumente principale de politică monetară echivalente, deteriorarea asimetrică a condițiilor economice la nivelul piețelor a provocat funcționarea cu sincope a mecanismului de transmisie monetară, la nivelul economiilor europene.

Astfel, una din principalele provocări pentru autoritățile monetare a fost calibrarea politicii monetare adecvate condițiilor dificile de piață urmărind, totodată, ameliorarea operabilității transmisiei monetare. În acest sens, autoritățile monetare au introdus o serie de măsuri neconvenționale. Scopul acestor măsuri a fost soluționarea unor probleme de rigiditate a cadrului operațional și, în consecință, de optimizare a funcționalității transmisiei către platforma intermediară reprezentată de sistemul financiar-bancar pentru a accelera transmisia semnalului de politică monetară către economia reală. Autoritatea monetară apelează în mod uzual, în perioade de normalitate, la instrumentele convenționale de politică monetară însă, atât BCE cât și BNR au recurs, în manieră particulară, și la instrumente neconvenționale, atunci când transmisia conventională nu a mai reușit să intermedieze eficient transferul impulsului de politică monetară către economia reală. Justificarea simplă este, spre exemplu, ieșirea din perioada de normalitate începând cu¹, și după, intrarea în criza financiară internațională.

Opțiunea conventională de conduită a politicii monetare, cum ar fi furnizarea de lichiditate prin tranzacțiile reversibile în baza unor colaterale eligibile (ceea ce minimizează expunerea la risc a bilanțului băncii centrale), nu a mai fost suficientă pentru a asigura atingerea obiectivului autorității monetare. Astfel opțiunea neconvențională a fost inevitabilă. Pe de o parte, intensitatea șocului economic a reclamat necesitatea reducerii ratelor nominale ale dobânzilor către zero (în cazul BCE) ceea ce reduce până la eliminare eficiența/impactul unor noi reduceri ale ratei dobânzii, pe de altă parte, deteriorarea semnificativă a mecanismului de transmisie, evidențiată de rezultatele obținute după 2009, justifica apelarea la instrumente neconvenționale chiar dacă rata dobânzii de refinanțare nu este încă zero.

Au existat doua momente în care semnalele transmise de către sau către BCE nu au fost confirmate de efectele generate ci, mai mult, au confirmat (sau

¹ Vara anului 2007

puteau fi interpretate astfel) excesul de oportunitate în luarea deciziei de politică monetară (aprilie 2011, cand BCE a decis cu unanimitate majorarea ratei dobânzii refinanțare) sau perspectiva accentuării riscurilor existente (anul 2013, când băncile comerciale au rambursat în avans LTRO inițiate in 2011 de către BCE).

Reducerea ratei dobânzii de refinanțare cu 10 puncte de bază până la 0.15%, începând cu luna iunie 2014, și intrarea în premieră a ratei dobânzii la facilitatea de depozit în zona de remunerare negativă (-0.10%) poate fi interpretată ca fiind confirmarea întârzierii revenirii economice în zona euro. Totodată, poate semnaliza pregătirea unor operațiuni mai ample de relaxare cantitativă. Ceea ce trebuie transmis în mod corect este faptul că: i) - rata negativă aferentă facilității de depozit este aplicată băncilor comerciale care vor apela la această facilitate; ii) – chiar dacă băncile comerciale pot decide să reducă remunerarea economiilor clienților lor, asta nu presupune implicit aplicarea unei rate a dobânzii de -0.10%; iii) – costul împrumuturilor poate scădea ceea ce ar stimula revenirea economică; iv) – acțiunile autorității monetare nu sunt conduse în spiritul de „pedeapsă sau recompensă”; v) – o majorare a dobânzilor, spre exemplu, poate fi justificată de intenția de a tempera o economie afectată de o dinamică mare a prețurilor și riscuri inflaționiste, ceea ce nu este cazul zonei euro acum; vi) – adoptarea unei conduite participative și responsabile a politicii monetare pentru asigurarea unei dezvoltări economice sustenabile, caracterizează orice bancă centrală nu doar BCE.

Conduita de politică monetară a BNR poate fi caracterizată ca fiind mai prudentă, în pofida unui mediu de desfasurare mai dinamic și, totodată, mai tensionat, atât din punct de vedere economic cât și din puncte de vedere politic. Accentuarea restrictivității politicii monetare în cursul anului 2008 a vizat formularea unui răspuns adecvat provocărilor generate de revenirea turbulențelor pe piețele externe și a presiunilor inflaționiste, prin majorarea ratei dobânzii de politică monetară și menținerea atitudinii ferme în gestionarea lichidității.

Începând cu anul 2009 conduita de politică monetară a fost prudentă și a vizat relaxarea graduală a condițiilor monetare, armonizarea mecanismului r.m.o. cu normele standard ale BCE și o gestiune adecvată a lichidității sistemului bancar. Un moment relativ similar cu cel din aprilie 2011 al BCE, a fost întâlnit în intervalul octombrie 2010 – martie 2011, în care au existat presiuni inflaționiste și, în consecință, reacții ale mediului economic în sensul de a determina o conduită mai restrictivă a politicii monetare. Determinanții amplificării presiunilor inflaționiste din perioada iulie 2010 – mai 2011 au fost însă temporari și de natura fiscală. Astfel, o accentuare a restrictivității politicii monetare pe canalul ratei dobânzii nu doar ca nu ar fi eliminat efectul de creștere al prețurilor antrenat de majorarea TVA cu 5 puncte procentuale, ci ar fi putut genera un efect negativ advers asupra veniturilor nete disponibile ale gospodăriilor cu atât mai mult asupra gospodăriilor cu veniturile deja afectate de reducerea de salarii din sectorul bugetar și cu credite angajate. Prin urmare, decizia de stopare a ciclului de relaxare monetară pe perioada menționată a avut un caracter prudent și a generat rezultate mai eficiente prin ancorarea așteptărilor inflaționiste și consolidarea capitalului de încredere în demersurile și responsabilitatea autorității monetare privind realizarea

și menținerea stabilității prețurilor. Totodată, trebuie menționat că BNR a adoptat și a menținut, la acel moment, o poziție expectativă în contextul în care BCE anunța începutul unui nou ciclu restrictiv gradual al politicii monetare pe fondul impulsurilor favorabile date de economia zonei euro.

Lăsând la o parte dificultățile aferente coordonării de politici într-o economie emergentă, implementarea strategiei de politică monetară de țintire directă a inflației s-a dovedit a fi eficientă în condiții de criză, chiar dacă a fost supusă influențelor mediului economic intern și internațional sau tensiunilor politice care i-au erodat deciziile sau i-au redus eficiența mecanismului de transmisie. Astfel că neatingerea țintelor de inflație a fost consecința unui cumul de factori între care se pot enumera și deciziile luate la nivelul altor autorități decât cea monetară, decizii care nu au fost întotdeauna corelate cu obiectivul politicii monetare, sau au fost consecințe ale unor evoluții ciclice care nu au favorizat acțiunile de realizare și menținere a stabilității prețurilor.

Bibliografie

- Abraham-Frois, G., "Economia politică", Ed. Humanitas, București, 1994
- Besomi, D., "Clément Juglar and the transition from crises theory to business cycle theories", dizertatie, 2005
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M., "Fear of Floating", National Bureau of Economic Research, Working Paper 7993, 2000
- Friedman, M., "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", Journal of Political Economy, aug.1969
- Federal Reserve Bank of Chicago, "Monetary Policy, Output Composition and the Great Moderation", 2007
- Hallwood, C.P., MacDonald, R., "International Money and Finance", Ed.Blackwell, USA,1994
- Post Crisis Experience" 14th Jacques Polak Annual ResearchConference 7–8, 2013
- Iancu, A., "Politică și economie. Repere ale unui sistem economic performant", Ed. Expert, București, 2000
- Isărescu, M., "Finanțarea dezechilibrului extern și ajustarea macroeconomică în condițiile crizei financiare - cazul României", Disertație cu ocazia primirii titlului de membru corespondent al Academiei Regale a Doctorilor din Spania, Barcelona, 24 noiembrie 2009
- Isarescu, M., "Cicluri Economice...", dizertatie cu ocazia decernarii titlului de Doctor Honoris Causa al Universitatii Politehnice Bucuresti, octombrie 2013
- Isărescu, M., "Reflecții economice", vol.I (Piețe, bani, bănci) și III (Contribuție la teoria macrostabilizării), Ed. Expert, București, 2001-2003
- Isărescu, M., "Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare", Ed Academiei Române, București 2009
- Isărescu, M., "Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară", disertație, 8 decembrie 2006

- Isărescu, M., "Rolul politicii monetare în mix-ul de politici macroeconomice", disertație, 12 noiembrie 2007
- Isărescu, M., "Viitorul sistemului bancar internațional", discurs și prezentare, 2 octombrie 2012
- Isărescu, M., "Romania și zona euro", prezentare în cadrul conferinței internaționale ESPERA, București, 2013
- Krugman, P., "The return of depression economics and the crisis of 2008", W.W. Norton&Company Inc., New York, London, 2009
- Official Journal C 191, "Tratatul de la Maastricht", 29 iulie 1992
- Lucas, R., "Teoria asteptărilor rationale", 1972
- Mishkin, S.F., "The economics of money, banking, and financial markets", Tenth edition, Pearson Education Ltd, 2013
- Mishkin, S.F., Eakins, S.G., "Financial markets and institutions", Seventh edition, Pearson Education Ltd, 2012
- Papademos, L., "Financial stability and macro-prudential supervision: objectives, instruments and the role of the ECB", disertație susținută în cadrul conferinței "The ECB and Its Watchers XI", Frankfurt, September 2009.
- Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 2009.
- Rogoff, K., Roubini, N., Behraves, N., "Two top economists agree 2009 worst financial crisis since great depression; risks increase if right steps are not taken", Reuters, 2009
- Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D., „Economics”, Editura Teora, București, 2001
- Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D., „Macroeconomics”, nineteenth edition, McGraw-Hill, 2010
- Stiglitz, J.E., "Globalizarea. Speranțe și deziluzii", Ed. Economică, București, 2003
- Stock, J., Watson, M., "Has the Business Cycle Changed and Why?", 2002
- Svensson, L.E.O., "Inflation targeting after the financial crisis", International Research

Website-uri:

- <http://ec.europa.eu>
- <http://www.imf.org>
- <http://www.europarl.europa.eu>
- <http://www.bis.org>
- <http://www.ecb.europa.eu>
- <http://www.worldbank.org>

Codul seriei

ISSN 1222-5401



Codul volumului

ISBN 973-159-170-2

