

# **Institutul European din România**

## **Studiul nr. 2**

### **Strategii de politică monetară și curs de schimb în contextul aderării României la UE**

#### **Autori:**

Prof. univ. dr. Daniel DĂIANU – coordonator  
Laurian LUNGU  
Prof. univ. dr. Radu VRÂNCEANU

## CONTINUT

1. INTRODUCERE.....	3
2. EVOLUTII MONETARE IN UNIUNEA MONETARA EUROPEANA.....	7
2.1 Misiunea și poziția oficială a Băncii Centrale Europene .....	7
2.1.1 Stabilitatea prețurilor.....	8
2.1.2 Ocuparea forței de muncă și creșterea economică .....	8
2.1.3 Masa monetară ca și țintă? .....	9
2.1.4 Rata de schimb a monedei naționale.....	10
2.2 Instrumentele BCE.....	11
2.3 Regula BCE de stabilire a ratei dobânzii .....	13
3. TINTIREA INFLATIEI: TEORIE SI POLITICA ECONOMICA.....	16
3.1 Bazele țintirii inflației (TI).....	16
5.1 Sistemul financiar și factorii monetari .....	35
5.1.1 Structura sistemului bancar .....	35
5.1.2 Nivelul scăzut al monetizării.....	36
O altă caracteristică a economiei românești este <i>nivelul scăzut al monetizării</i> . Raportul masei monetare M2 în PIB a oscilat în jur de 24% în ultimul deceniu (Figura 4.1) fiind mult mai scăzut decât cel observat în țările dezvoltate și chiar și în unele din țările în tranziție. Nivelul atât de scăzut al monetizării reflectă ineficiențele majore din sistemul bancar cât și lipsa de experiență a agenților privați de a utiliza banii ca și un dispozitiv de coordonare. ....	36
5.1.3 Dolar/euroizarea masivă (atât pe partea de active cât și de pasive).....	37
5.1.4 Sectorul informal și cererea de bani.....	39
5.2 Arieratele și povara fiscală.....	40
5.3 Factori externi .....	45
6.2 Balanța de plăți externe și restricțiile ei .....	51
6.3 Creșterea economică și o dezinflație de durată .....	55
6.4 Presiunile fiscale specifice UE și riscul monetizării deficitului.....	56
7. RECOMANDARI PENTRU POLITICILE ECONOMICE .....	57
7.1 Tintirea Inflației.....	58
7.2 Politica ratei de schimb .....	62
7.3 Liberalizarea contului de capital .....	63
8. CONCLUZII .....	64
Bibliografie.....	67

## **1. INTRODUCERE**

Politicienii din Romania arata mult entuziasm in legatură cu aderarea Romaniei la Uniunea Europeana in 2007, urmand același traseu, aceeași pași pe care i-au facut cele 10 tari care au aderat deja in Mai 2004. În iunie 2003, Consiliul Europei, reunit la Salonic, a afirmat ca UE va accepta Bulgaria și Romania în Uniune, in 2007, in cazul în care aceste țări vor îndeplini criteriile de aderare.

O evaluare succintă a indicatorilor de baza prezentați în tabelul 1.1 demonstrează ca, deși foarte ambițios din punct de vedere economic acest obiectiv poate fi realizat daca reformele vor fi implementate într-o manieră consistentă și fermă și in același timp dacă procesul de aderare al țărilor estice la UE se desfășoară cu succes. După zece ani de ezitări, performanța economică a Romaniei s-a îmbunătățit in ultimii ani: creșterea economică e în jur de 5% pe an, inflația a coborat la aproximativ 14% în 2003, sistemul bancar e mai solid si transparent. Stabilitatea macroeconomică pare, mai mult sau mai puțin, sa se fi obținut. Toate aceste realizari au fost sesizate de catre agențiile de rating care au îmbunătățit în ultima perioadă rating-ul acordat Romaniei. Pe altă parte, problemele majore ce încă persistă ridică semne de întrebare asupra politicilor economice în general și asupra politicilor monetare și cea a ratei de schimb în special. O examinare lucidă și realistă a stării economice a României indică faptul că momentul 2007 este un moment important atunci când este comparat cu criteriile de convergență reale și nominale la UE. Fără îndoială, cursul politicilor de implementat precum și negocierile diferitelor capite referitoare la transpunerea *Acquis-ului Communautaire* sunt definite în acest plan de aderare.

Cerințele de bază adresate României au fost clar definite si comunicate de mai multe ori. De exemplu, Programul de Aderare din 2002 *Drumul spre integrare* indica foarte clar că economia României trebuie sa fie în stare sa facă față puternicelor presiuni competitive care vor vor aparea odata cu liberalizarea pieței bunurilor și serviciilor, precum și celei de capital. Acest document important indica și faptul că țara trebuie să facă progrese în ceea ce privește reducerea inflației și ca acest lucru va fi posibil in condițiile in care companiile vor dovedi disciplină financiară in relația cu statul, daca masa monetară va fi controlată în mod riguros, și dacă sectorul bancar va continua să se

dezvolte.<sup>1</sup> Intr-adevar, în sfera economică, una dintre cele mai mari dificultăți pe care România o întâmpină este aducerea durabilă a inflației la un nivel scăzut și crearea unui sistem monetar și a unei politici monetare eficiente și credibile.

Chiar dacă criteriile necesare pentru aderarea la UE sunt mai mult sau mai puțin clare, politicile optime care ar duce la atingerea acestui obiectiv nu sunt definite. Deoarece nu este suficient să se atingă echilibrul fiscal, o politică monetară echilibrată sau privatizarea pe scară largă pentru a atinge combinația ideală de măsuri, în cazul în care economia nu înregistrează un trend ascendent, viciată fiind de ineficiențe majore, restructurare insuficientă a industriei, instituții fragile și nu în ultimul rând, de un sistem financiar care nu e dezvoltat suficient. În condițiile în care UE insistă pe nevoia de a reduce inflația, care ar fi atunci politica monetară optimă? Astăzi – la începutul anului 2004 – politicienii afirmă că este nevoie ca România să reducă inflația sub 6% până în 2006, ca să poată adera la UE în 2007. Dar ce fel de politică monetară și a ratei de schimb trebuie România să adopte pentru a atinge acest obiectiv? Poate România să reducă inflația la o singură cifră și să o mențină la acel nivel pe termen lung? Poate fi adoptată țintirea inflației cu succes în anul 2005? Și dacă acest lucru se va realiza, cum va fi abordată într-un timp atât de scurt dominanța fiscală ținând cont de mărimea deficitelor cvasi-fiscale?

Scopul acestui studiu este explorarea *caracteristicilor economiei* precum și a *organizării instituționale*, doi factori care impun limite modelării politicii monetare în România. Politica monetară (scopurile ei cât și macro-managementul) este analizată în legătură cu politica fiscală și cea a ratei de schimb. Studiul pleacă de la premiza aderării la UE la momentul preconizat și de la cerințele pentru integrarea în ERM2 stabilind totodată cerințele aderării ulterioare la ERM2; studiul urmărește să identifice factorii determinanți ai politicilor de implementat și în același timp să sugereze opțiuni care ar putea ajuta la atingerea scopurilor fundamentale ale acestora. Studiul nu pretinde a fi exhaustiv și a lua în considerare toți factorii de influență; el îi consideră doar pe aceia care sunt cei mai relevanți pentru un proces decizional eficient vis-à-vis de politica monetară.

---

<sup>1</sup> *Drumul aderării pentru Bulgaria și România*, 2002. Comunicat din partea Comisiei către Consiliu și Parlamentul European, COM 2002/624. [www.europa.eu.int/comm/enlargement/docs/pdf/roadmap-br-ro-2002\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/enlargement/docs/pdf/roadmap-br-ro-2002_en.pdf).

După o scurtă analiză a instituțiilor monetare și a politicilor Uniunii Monetare Europene (UME) (capitolul 2), în capitolul 3 se subliniază elementele de bază (obiective și instrumente) ale politicii monetare a României din perioada 1999-2003. Capitolul 4 prezintă limitări impuse managementului monetar de către structura economiei românești. Capitolul 5 cercetează obiectivele politicii monetare față de criteriile impuse de aderarea la UE. Ultimul capitol enumeră o serie de recomandări referitoare la politicile economice concentrându-se în special asupra intenției declarate a Băncii Naționale a României de a

introduce țintirea inflației în 2005. Studiul se încheie cu partea de concluzii.

**Principalii indicatori macoeconomici și structurali pentru 2002**

	Supra	Mil locuitori	PIB pe cap De locuitor <sup>1</sup> , in (pps)	Rata de (%)	Pondere agriculturii in PIB (%)
Bulgaria	111	7,9	5900	4,8	12,5
Cipru	9	0,8	17400	2,2	4,3
Cehia	79	10,2	14400	2,0	3,7
Estonia	45	1,4	10000	6,0	5,4
Ungaria	93	10,2	13600	3,3	4,3
Letonia	65	2,4	8500	6,1	4,7
Lituania	65	3,5	9400	6,7	7,1
Malta	0,3	0,4	11700	1,2	2,8
Polonia	313	38,2	9500	1,6	3,1
Romania	238	21,8	5900	4,9	13,0
Slovacia	49	5,4	11400	4,4	4,5
Slovenia	20	2,0	17700	3,2	3,3
Turcia	775	69,6	5500	7,8	11,5

	Deficitul Bugetar PIB (%)	Datoria Din PIB(%)	Contul Curent din PIB (%)	FDI (stock, euro per capita)	Rata inflației (%)	Rata șomajului (%)
Bulgaria	-0,6	57	-4,7	273	5,8	18,1
Cipru	-3,5	na	-5,3	na	2,8	3,8
Cehia	-3,9	23	-6,3	2289	1,4	7,3
Estonia	1,3	5	-12,3	2092	3,6	9,1
Ungaria	-9,2	50	-4,0	na	5,2	5,6
Letonia	-3,0	14	-7,7	978	2,0	12,8
Lituania	-2,0	28	-5,3	723	0,4	13,1
Malta	-6,2	na	-3,9	6418	2,2	7,4
Polonia	-4,1	48	-3,6	963	1,9	19,9
Romania	-2,2	29	-3,4	252	22,5	7,0
Slovacia	-7,2	34	-8,2	903	3,3	18,6
Slovenia	-2,6	31	1,7	1543	7,5	6,0
Turcia	-10,0	na	-0,8	293	45,0	10,4

Sursa: Strategy Paper and Report of the EC on the progress towards accession by Bulgaria, Romania and Turkey, 2003

Sursa: BIS 73rd Annual Report, 2003

**Tabelul 1.1.**

## **2. EVOLUTII MONETARE IN UNIUNEA MONETARA EUROPEANA**

In conformitate cu Tratatul de la Amsterdam (1997) care este parte integrantă din Tratatul Uniunii Europene<sup>2</sup>, toate țările care devin membre ale Uniunii trebuie să adopte Euro ca moneda de circulație, după o perioadă care poate fi mai mult sau mai puțin extinsă. In acest context, instituțiile monetare ale României nu numai ca trebuie sa susțină tranziția la o economie de piață, dar trebuie sa nu piarda din vedere faptul că *pe termen lung* România va trebui sa facă față cerințelor impuse de către Mecanismul Ratei de Schimb<sup>2</sup> (ERM2). După cum este precizat în Convenția pentru Noul Mecanism al Ratei de Schimb (1 septembrie 1998), fiecare țară candidată va trebui să își definească o rată a monedei naționale față de Euro, precum și o banda de fluctuație de  $\pm 15\%$  (o bandă mai îngustă va putea fi negociată dacă este cazul). Candidatele la zona Euro trebuie să mențină moneda națională in conformitate cu cerințele Noului Mecanism al Ratei de Schimb (NMRS2) pentru o perioadă de cel puțin doi ani înainte de aderare<sup>3</sup>.

Aceste două obiective necesită din partea Băncii Naționale a României atât restructurarea sectorului bancar cât și a instituțiilor care au legatură cu politica monetară, în contextul general care respectă cerințele și reflectă funcționarea Sistemului Euro. In aceste condiții, devine evident că orice recomandare legată de sistemul monetar și politica monetară din România trebuie sa fie bazată pe: o bună înțelegere a Sistemului Monetar European (SME), a politicilor acestui sistem și a cerințelor impuse de el; un diagnostic real al situației României contemporane. Acest capitol prezintă contextul monetar european.

### **2.1 Misiunea și poziția oficială a Băncii Centrale Europene**

---

<sup>2</sup> Vezi Tratatul Uniunii Europene la adresa de web : [www.europa.eu.int/eur-lex/en/treaties](http://www.europa.eu.int/eur-lex/en/treaties).

<sup>3</sup> Vezi : "Eurosistemul și procesul de lărgire a UE", BCE *Buletin Lunar*, Februarie 2000; " BCE și procesul de aderare", Discursul lui Willem F. Duisenberg, prezentat la Congresul Bancii Centrale Europene în 23 Noiembrie , [www.ecb.int/key/01/sp011123.htm](http://www.ecb.int/key/01/sp011123.htm); Niels Thygesen, "Drumul spre Euro al țărilor candidate", discurs rostit în fața Parlamentului European pe 8 Mai 2002, [www.europarl.eu.int/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20020521/thygesen.pdf](http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20020521/thygesen.pdf); " Europa centrală și Euro: în favoarea adoptării", The Economist, 1 Iunie 2002. Textul "Convenții și proceduri pentru ERM2" din 11 Septembrie 1998 se poate găsi la: [www.banque-france.fr/gb/euro/bce/cpresse/2c.htm](http://www.banque-france.fr/gb/euro/bce/cpresse/2c.htm).

Banca Centrală Europeană (BCE) a fost înființată în 1999 cu scopul de a implementa și coordona politica monetară în interiorul Uniunii Monetare Europene (UME). La acel moment BCE a preluat rolul fostele banci centrale ale statelor membre ale UE. BCE are autonomie largă, de vreme ce, prin actul ei constitutiv nu poate monetiza deficitele bugetare ale guvernelor statelor membre; independența ei este dată și de faptul ca guvernatorii au influență politică relativ redusă asupra bancii centrale. In acest subcapitol se prezintă misiunea BCE și poziția oficiala vis-à-vis de anumite probleme importante; în urmatorul subcapitol se vor descrie principalele instrumente ale politicilor ei, și apoi, în subcapitolul 1.3 se va comenta politica BCE din perioada 1999-2003.<sup>4</sup>

### **2.1.1 Stabilitatea prețurilor**

In conformitate cu Articolul 105 din versiunea consolidată a Tratatului Uniunii Europene, obiectivul principal al BCE este *menținerea stabilității prețurilor în zona Euro*. Stabilitatea prețurilor trebuie menținută pe termen mediu, în acest fel nu se așteaptă din partea BCE să facă față variațiilor de preț cauzate de termeni comerciali sau alte șocuri. După cum a subliniat Mishkin (2000), un angajament instituțional față de stabilitatea prețurilor nu e suficient ca atare pentru a aduce mult dorita credibilitate unei banci centrale; acest obiectiv general ar trebui tradus într-un simplu scop cantitativ. In 1998, Institutul Monetar European a definit *stabilitatea prețurilor* ca și “creșterea anuala a Indicelui Armonizat al Prețurilor de Consum” (IAPC) pentru zona Euro sub 2%” (BCE 2001). IAPC este o medie ponderată a indicilor prețurilor de consum, colectați într-o manieră uniformă din statele zonei Euro. In mai 2003, Consiliul Director al BCE a reconfirmat definiția stabilității prețurilor adaugând o nuanță: Consilul a stabilit că pentru a se atinge acest scop “ e nevoie a se menține rata inflației aproape de 2% pe termen mediu”<sup>5</sup>.

### **2.1.2 Ocuparea forței de muncă si creșterea economică**

In același articol 105, în Tratatul Uniunii Europene se specifică faptul că fără a prejudicia scopul stabilității prețurilor, BCE trebuie sa susțină politicile economice

---

<sup>4</sup> Informația poate fi găsită pe site-ul BCE [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Vezi în legătură cu acest subiect Fourçans și Vranceanu (2004).

<sup>5</sup> Vezi “Strategia politicii monetare a BCE”, 8 Mai 2003, [www.ecb.int/press/03/pr030508\\_2en.htm](http://www.ecb.int/press/03/pr030508_2en.htm). In acel moment riscul perceput al dezinflației era și mai accentuat în Statele Unite ale Americii.



generale ale Comunitatii Europene în vederea atingerii obiectivelor comunitare așa cum sunt ele definite în Articolul 2. Astfel Uniunea trebuie să promoveze “progresul social și economic precum și un nivel ridicat al ocupării forței de muncă și să realizeze o dezvoltare echilibrată și pe termen lung”... Acest lucru ar putea demonstra faptul ca BCE nu este indiferentă față de dezvoltarea economică a zonei Euro.

Totuși, în câteva ocazii, oficiali ai BCE, au lăsat deoparte atitudinea lor de “neamestec” în problemele “sectorului real”. Poziția oficială a BCE este ca modul optim din punct de vedere al bancii pentru promovarea creșterii economice este prin intermediul stabilității prețurilor. Jean-Claude Trichet, președintele BCE din noiembrie 2003, a declarat că ”prin menținerea unei inflații scăzute în anii următori, și nu numai pe termen mediu dar și pe termen lung, se pavează calea spre un mediu financiar favorabil ce va duce implicit la creștere economică”<sup>6</sup>.

### **2.1.3 Masa monetară ca și țintă?**

În perioada 1999-2003, după cum apare și în declarațiile BCE, Banca a monitorizat cu multă atenție rata de creștere a agregatului monetar M3, considerat fiind “pilonul de bază al politicii monetare”. “Valoarea de referință” a fost fixată la o creștere anuală de 4.5% a lui M3<sup>7</sup>. Această creștere trebuie să fie în concordanță cu o rată a inflației de sub 2% ( rata de scadere se presupune a fi de 1-1.5% pe an). În realitate, rata de creștere a masei monetare a depășit în mod sistematic ținta fixată (aproximativ 6.5% în 2003), fără a declanșa vreă reacție în ceea ce privește instrumentele politicii monetare? Acest lucru e surprinzător, de vreme ce nu se poate afirma că există o legătură strânsă între rata de creștere a masei monetare și inflație (Gerlach și Svensson, 2003). În mai 2003, Consiliul Director al BCE a hotărât să minimalizeze rolul asumat creșterii masei monetare; din acel moment, această variabilă va fi considerată ca un indicator la fel ca și alții care va putea oferi informații relevante pentru stabilirea trendurilor inflaționiste<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Jean-Claude Trichet: [Introductory statement to the press conference on 8 January 2004](#), Frankfurt pe Main, 8 Ianuarie 2004.

<sup>7</sup> Vezi “Annual review of the reference value for monetary growth” în *ECB Monthly Bulletin* numărul din Decembrie 2002.

<sup>8</sup> Vezi “The ECB’s Monetary policy strategy”, May 8, 2003, [www.ecb.int/press/03/pr030508\\_2en.htm](http://www.ecb.int/press/03/pr030508_2en.htm).

#### **2.1.4 Rata de schimb a monedei naționale**

Oficialii BCE pretind ca au o atitudine absolut neutră față de rata de schimb. Ei pretind adesea că modul cel mai potrivit de a susține valoarea internațională a Euro este prin asigurarea stabilității interne a prețurilor. Astfel, după cum reiese din poziția oficială, rata de schimb nu este un obiectiv în sine *per se*<sup>9</sup> al politicii economice.

În perioada 1999-2003, oficialii BCE s-au opus în mod oficial și public ideii de a folosi stabilizarea ratei de schimb (adică creșterea ratei dobânzii când Euro se depreciază și vice versa). Această “neglijență benignă” a valorii internaționale a Euro contrastează izbitor cu percepția publică a ratei de schimb Euro/USD, care pare să fie considerată ca principalul etalon al măsurării succesului Euro<sup>10</sup>. Un Euro prea slab în raport cu moneda americană a declanșat o intervenție în forță de susținere în toamna anului 2000, în ciuda unui val de critici legat de lipsa de credibilitate a BCE; pe de altă parte un Euro prea puternic (1.3 \$/Euro) a dus la numeroase discuții legate de efectul nefavorabil asupra exporturilor și scăderea competitivității produselor pe piețele externe până acolo încât nou numitul președinte al BCE, Jean-Claude Trichet, a declarat că “nu este adeptul extremelor, nici al volatilității excesive nici al turbulențelor de orice fel” în ianuarie 2004. Până în februarie 2004, biroul de presă al BCE a înlocuit termenul de Euro “puternic” cu cel de monedă “stabilă”. Una peste alta, perioada de existență relativ scurtă a euro pare să fie caracterizată de o rată de schimb foarte volatilă (și poate nu justificată exclusiv pe baze economice). În anii ce vor urma, nu ar trebui exclus ca BCE și Federal Reserve (Banca centrală a SUA) să decidă susținerea comună a unei rate de schimb Euro/USD mai stabilă.

Cu toate acestea, BCE susține ideea că rata de schimb reprezintă un indicator ca oricare altul, care ar trebui considerat atunci când se previzionează inflația<sup>11</sup>. Valoarea

---

<sup>9</sup> Vezi “The euro – a stable international currency”, discursul lui Otmar Issing la Academia Ungară de Științe, Budapesta, Februarie 27, 2003, [www.ecb.int/key/03/sp0302227](http://www.ecb.int/key/03/sp0302227).

<sup>10</sup> Vezi “The single currency and European integration”, discurs rostit de Sirkka Hämäläinen la seminarul “EMU Experience and Prospects – A Small State Perspective”, Institute for European Affairs, Dublin, 16 Octombrie, 2000, [www.ecb.int/key/00/sp001016](http://www.ecb.int/key/00/sp001016).

<sup>11</sup> Vezi “Presentation of the ECB’s Annual Report 2002 to the European Parliament”, alocuțiunea de deschidere a lui Willem Duisenberg, [www.ecb.int/key/03/sp030703](http://www.ecb.int/key/03/sp030703) and “Monetary and Fiscal Policy in the Euro Area”, Discurs rostit de Willem Duisenberg la Conferința Monetară Internațională de la Berlin, 3 Iunie, 2003, [www.ecb.int/key/03/sp030303](http://www.ecb.int/key/03/sp030303); see also IMF (2000).

internațională a Euro are un impact direct al prețurilor interne, prin intermediul celor externe. Mai precis, deprecierea Euro ar crește riscurile inflaționiste și vice versa. Dată fiind ponderea scăzută (15%) a importurilor în total PIB pentru zona Euro efectul direct va fi probabil unul relativ scăzut; cu toate acestea, funcție de impactul pe care rata de schimb o are prețurilor, efectul total ar putea fi mai mult sau mai puțin important.ș

## **2.2 Instrumentele BCE**

Instrumentele politicii monetare ale BCE sunt: rezervele minime, operațiunile pe piața liberă, și facilitățile permanente. BCE poate interveni direct și pe piața operațiunilor valutare. Spre deosebire de perioada trecută când exista o cerere monetară semnificativă, rezervele minime ajută la inducerea unei lipse structurale de lichiditate în Eurosistem. Pentru a-și îmbunătăți lichiditatea, băncile se împrumută de la BCE fie pe termen scurt fie pe termen mai lung. Băncile pot obține (sau plasa) lichiditățile de acce dispun la banca centrală (BCE) la o rată de schimb prederminată (așa numita facilitate de împrumut sau de depozit permanentă)<sup>12</sup>.

BCE controlează lichiditatea în zona Euro de obicei prin intermediul așa numitelor operațiuni de tip **Repo-reverse** pe termen scurt. În fiecare săptămână BCE deschide o licitație pentru instituțiile echivalente din zona Euro (bănci și instituții financiare). Apoi poate împrumuta lichidități băncilor (contra depunerii unei garanții) pentru o perioadă de o săptămână (obligațiuni de rang înalt). Băncile sunt rugate să informeze BCE asupra ratei dobânzii pe care ele sunt dispuse să o plătească pentru fiecare Euro împrumutat, fiind bine cunoscut faptul că vor fi împrumutate cele care oferă cea mai bună rată, deci vor cumpăra la cel mai mare preț. În fiecare lună, Consiliul Director al BCE hotărăște limita inferioară a ratelor dobânzii în cadrul acestei operațiuni de licitație, așa numita *rată minimă de licitare*<sup>13</sup>. În conformitate cu informațiile furnizate de BCE, această rată minimă de licitare e menită să semnaleze poziția politicii monetare față de operatorii pe

---

<sup>12</sup> Vezi legat de acest subiect ECB (2001), Ayuso and Repullo (2003) and Fourçans and Vranceanu (2004).

<sup>13</sup> Pană în iunie 2001 BCE a folosit o rată fixă la licitala licitații, unde băncile împrumutau lichidități la rate constestate anunțate anterior. Acest sistem s-a dovedid a fi instabil (cererea a fost și de 100 de ori mai mare decata cantitatea oferită uneori) și a trebuit să fie abandonat.

piața monetară (BCE 2001)<sup>14</sup>. Considerând o curbă a cererii stabilă pentru baza monetară, o rată mare a dobânzii pe termen scurt este echivalentul unei politici monetare restrictive și vice versa.

Băncile pot plasa și împrumuta resurse între ele overnight pe piața monetară, la așa numita rată overnight EONIA; această rată a dobânzii este apropiată de rata minimă de licitare și este mărginită superior de rata marginală de plasare și de depozit overnight, la care băncile comerciale pot plasa și împrumuta resurse overnight la BCE (Figura 2.1).

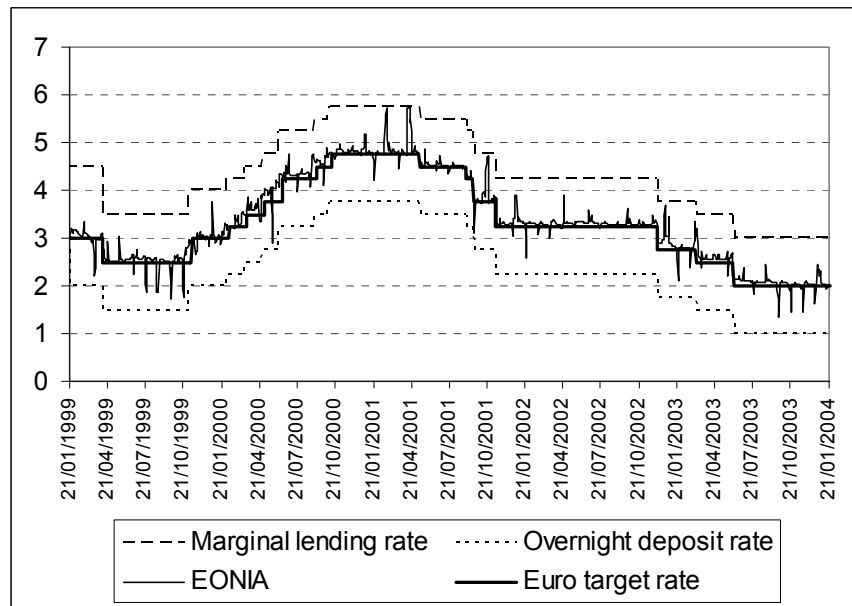


Figura 2.1. Principalele instrumente ale BCE și rata overnight de pe piața monetară (EONIA) Sursa: *Thomson Datastream*.

De-a lungul ultimului ciclu economic, BCE a ridicat rata pe termen scurt a dobânzii în 1999 - 2000, când economia europeană se dovedea puternică și a redus-o atunci când economia dădea semne de încetinire. Ratele dobânzilor au influențat și asupra valorii internaționale a Euro. Relația de bază sugerează că o rată ridicată a dobânzii va conduce la o apreciere a Euro și invers. Experiența a demonstrat însă că legătura dintre rata dobânzii și rata de schimb nu este chiar așa puternică și stabilă. Ca să contracareze o

<sup>14</sup> Rolul de semnalizare al ratei minime a fost subliniat de Willem Duisenberg la BCE *Press Conference* pe 8 iunie, 2000, cf. [www.ecb.int/key/00/sp000608.htm](http://www.ecb.int/key/00/sp000608.htm).

apreciere sau o depreciere excesivă a euro, BCE poate de asemenea (și a și făcut-o) să intervină direct pe piața valutară.

### **2.3 Regula BCE de stabilire a ratei dobânzii**

Conduita unui bancher dintr-o bancă centrală poate fi analizată prin deducerea unei reguli empirice de urmat pentru politica monetară din analiza datelor existente. O astfel de regulă descrie relația care există între principalele instrumente ale băncii centrale pe post de variabile dependente - în general rata dobânzii pe termen scurt – și variabilele economice independente relevante. Svensson (1999) face distincția între regula unui instrument explicit, unde acest instrument este corelat numai cu variabile predeterminate și regula unui instrument implicit care rezultă ca o funcție de variabile de tip *forward looking*.

Aceste reguli sunt cunoscute sub numele de regulile lui Taylor, după numele lui John Taylor care a dezvoltat această metodologie (Taylor, 1993). Taylor, inspirat de experiența din SUA, s-a concentrat pe rolul jucat de inflație și activitatea economică reală asupra gestionării politicii monetare care reprezintă principalele scopuri ale Federal Reserve. Considerând că  $E[-]$  este operatorul expectațional și cu  $I_t$  informația existentă în momentul la care este aleasă rata dobânzii, (momentul  $t$ ), o astfel de regulă de bază va avea forma:

$$i_t^* = \bar{i} + \beta(E[\pi_{t+k}|I_t] - \bar{\pi}) + \gamma E[y_{t+q}|I_t] + AE[\Theta_{t+\lambda}|I_t]$$

unde  $i_t^*$  reprezintă rata țintă a dobânzii,  $\pi_{t+k}$  este rata inflației peste  $k$  perioade,  $\bar{\pi}$  este rata țintă a inflației,  $y_{t+q}$  reprezintă deviațiile producției medii față de valoarea de echilibru peste  $q$  perioade;  $\Theta$  este un vector care depinde de variabile diferite de rata inflației și de aceste deviații de producție, (la momentul  $t+\lambda$ ) iar  $A$  este vectorul coeficienților.  $\bar{i}$  poate fi interpretat ca și rata nominală a dobânzii (ținta) dorite a se obține când atât inflația cât și producția ating nivelul țintă.  $\beta$  și  $\gamma$  sunt parametrii

cunoscuți.  $k$ ,  $q$  și  $l$  sunt considerați nuli în regulile așa numite contemporane; în cele de tip “forward looking” unii dintre ei au valori pozitive.

Mai mulți economiști au scos în evidență rolul important jucat de coeficientul  $\beta$ , coeficient de stabilitate al sistemului macroeconomic (inter alia, Kerr și King, 1996; Bernanke and Woodford, 1997; Clarida et al., 2000). Ei au creat modele macroeconomice relativ simple dar dinamice, cu trei ecuații de bază: o curbă IS ce leagă deviațiile producției față de valoarea de echilibru cu rata dobânzii reale; o curbă Phillips unde rata inflației este corelată pozitiv cu deviațiile producției față de valoarea de echilibru; și o regulă a politicii monetare. În momentul în care un șoc împinge inflația peste ținta stabilită, Banca Centrală crește rata dobânzii în conformitate cu regula politicii monetare?. Când  $\beta < 1$ , creșterea nu e suficient de puternică care să dea naștere unei creșteri în rata reală a dobânzii, ca urmare este stimulată cererea și prin intermediul mecanismului curbei Phillips este stimulată inflația. În cazul contrar, când  $\beta > 1$ , o reacție fermă din partea Băncii Centrale determină o creștere a ratei reale a dobânzii, care va tempera cererea și inflația.

Faptul că BCE are o istorie atât de recentă face dificilă dar nu și imposibilă estimarea econometrică a unei reguli de rată a dobânzii rule *à la* Taylor. Buna cunoaștere a obiectivelor BCE va ghida implementarea obiectivelor și politicilor în țările candidate la UE. Tabelul 2.1 sumarizează principalele concluzii. Toate aceste studii remarcă dependența BCE de activitatea economică reală; dacă producția actuală scade (sau rata de creștere nu atinge ținta stabilită), BCE va reduce rata dobânzii și vice versa.

În aproape toate aceste studii BCE va crește rata dobânzii în condițiile în care inflația depășește ținta stabilită de 2%, dar nu este clar dacă acțiunea Băncii este stabilizatoare sau nu; unii economiști au constatat că acest coeficient  $\beta$  este mai mare decât unu, alții susțin că este mai mic decât unu. Ca termen de comparație, toate studiile referitoare la Federal Reserve în anii '90, demonstrează că Banca Centrală a SUA reacționează foarte energic la o inflație considerată excesivă ( $\beta$  mai mare decât unu).

STUDIUL	TIPUL REGULII	PERIOADA	$\beta$	$\gamma$	REMARCI
Gerdesmeyer & Roffia, 2003	Contemporană	99.01-02.01	0.45	0.30	
Ullrich, 2003	Contemporană	99.01-02.08	0.25	0.63	0.08 coeficientul

					ratei de schimb reale
Fourçans & Vranceanu, 2004	Contemporană	99.04-03.10	0.43	0.26(a)	0.08 coeficientul ratei de schimb nominale
	De tip Forward (+6)	99.01-03.10	2.8	0.19(a)	
Surico, 2003	Contemporană	97.07-02.10	1.93	0.20	Termen de ordin doi în inflație
Sauer & Sturm, 2003	Contemporană	99.01-03.03	0.03	0.76	
	Contemporană	99.01-03.03	0.95	0.50(a)	

(a) activitatea reală aproximează diferența de rata de creștere a producției industriale

**Tabelul 2.1. Trecere în revistă a principalelor estimări ale regulii lui Taylor pentru UME**

În studiul făcut de Ullrich (2003) BCE pare să reacționeze la aprecierea reală a Euro prin scăderea ratei dobânzii; această reacție sugerează că obiectivul creșterii reale este mai important decât indică coeficientul care se referă la diferența de producție. În studiul făcut de Fourçans și Vranceanu (2004), aprecierea nominală forțează BCE să reducă rata dobânzii; acest lucru sugerează ca banca ia în considerare efectul descrescător asupra prețurilor cauzate de aprecierea nominală și ca își adaptează politica monetară în consecință. Cele mai multe studii empirice asupra BCE indică faptul că în ciuda angajamentului verbal asupra valorii de referință a ratei de creștere a masei monetare, banca nu prea ține cont de acest indicator.

Ca și concluzie a acestor studii, se poate înțelege că regula BCE aplicată ratei dobânzii nu este foarte diferită de politica practică de Federal Reserve. Această regulă e caracterizată de o pondere relativ mare a activității reale (politică “împotriva curentului”) și o pondere mai redusă a inflației (dar oare suficientă?). Unele studii indică faptul că BCE nu este într-adevăr “indiferentă” la stabilitatea ratei de schimb, ceea ce pare a fi – în unele din regulile estimate un obiectiv direct al politicii sale.

Trebuie scos în evidență faptul că aceste estimări lineare simple nu permit a identifica scopul final al BCE. După cum a demonstrat Svensson (1997, 1998), o funcție lineară care include în termenul drept al ecuației și alte variabile în afara inflației (diferența în producție, rata de schimb) poate fi caracteristică unui adept al unei politici

de tip “forward looking” preocupat doar de inflație; poate însă să aparțină și unui adept al unei politici care consideră stabilitatea prețurilor și cea a producției.

### **3. TINTIREA INFLAȚIEI: TEORIE SI POLITICA ECONOMICA**

#### **3.1 Bazele țintirii inflației (TI)**

Istoric vorbind, pentru atingerea principalelor obiective (de cele mai multe ori inflație redusă și creștere economică), multe bănci centrale și-au fixat și unele obiective, variabile intermediare, precum agregatul monetar ori rata de schimb. Pentru a avea succes, această metodă necesită ca: (a) banca centrală să poată controla variabilele intermediare și (b) să existe o relație stabilă între variabila intermediară și obiectivele finale. De exemplu, la un moment dat se discuta că recordul absolut remarcabil în legătură cu inflația foarte scăzută realizat de Banca Centrală a Germaniei și cea a Elveției trebuie pus pe seama politicii lor de țintire a agregatului monetar (țintă monetară). Alte păreri scoteau în evidență faptul că Bundesbank a pus un accent mai mare pe previzionarea inflației decât pe agregatul monetar și că Banca Centrală a Elveției a luat în considerare și mulți alți indicatori. (Gerlach and Svensson, 2003).

În ultimii ani, mai multe guverne din țări dezvoltate și în curs de dezvoltare au decis să implementeze “țintirea inflației” (TI). Pionierii au fost Noua Zeelandă (1990), Canada (1991), Chile (1991), Israel (1992), Marea Britanie (1992), Australia (1993) și Suedia (1993). În Europa de Est, Cehia, Polonia și Ungaria pretind că au adoptat acest sistem (după 1998). In condițiile TI, banca centrală manevrează instrumentele politicii monetare în scopul direct de limitare a inflației pe termen mediu. În acest context, inflația devine scopul predominant al politicii monetare. Toți ceilalți indicatori (deviațiile producției față de valoarea de echilibru de producție, creșterea masei monetare, rata de schimb, etc) devin variabile auxiliare; banca centrală va ține cont de ele numai în cazul în care datele referitoare la ele ajută la îmbunătățirea previziunii inflației.

Experiențele referitoare la managementul politicilor monetare au demonstrat că efectul schimbării acestora asupra inflației apar mult mai târziu (între nouă luni, și doi ani



pentru a avea efect complet). Pentru a ilustra într-un mod simplu acest lucru, atunci când băncile centrale operează o modificare a instrumentului principal la momentul  $t$ , efectele asupra inflației vor fi simțite mult mai târziu (să zicem după șase trimestre, adică la  $t+6$ ). Ca urmare, dacă banca centrală țintește inflația la modul cantitativ, ea trebuie să acționeze într-o manieră de tip forward-looking, ce înseamnă a decide la momentul actual, pe baza unei previziuni rezonabile a inflației la momentul  $t+x$  ( $x$  fiind numărul de trimestre din perioada acoperită de previziune). Dacă ar fi să considerăm definiția clară formulată de Svensson's (1997), țintirea inflației trebuie interpretată ca "țintirea previziunii inflației". După cum a menționat Svensson (1997), în condițiile în care banca centrală este un organism competent, previziunea inflației va fi foarte aproape de inflația viitoare reală (care este o necunoscută în momentul previziunii).

Trebuie evidențiat ca în cazul TI previziunea inflației este corelată?/ depinde de opinia bancii centrale asupra mecanismului de transmitere, starea actuală a economiei și traseului planificat al instrumentului. Pentru obținerea unor previziuni cât mai bune sunt necesare modelarea econometrică complexă și concluzii statistice bazate pe date foarte exacte (aici se poate include și o evaluare subiectivă a traseului inflaționist). Calitatea previziunii variază mult de la o bancă centrală la alta, în funcție de experiența lor și existența datelor. Fără îndoială, imaginea băncii va fi cu atât mai bună cu cât previziunea va fi mai aproape de realitate.

În teorie, traseul planificat al instrumentului, *poate fi considerat ca soluție la problema programării dinamice* în cazul în care banca trebuie să găsească traiectoria instrumentului care poate aduce inflația aproape de ținta stabilită în timp ce se minimizează și volatilitatea producției în orizontul de timp considerat (Svensson, 1999; 2000). În practică, Banca poate să urmeze o regulă decizională simplă care e în rezonanță cu obiectivele pe termen mediu. Parametrii acestei reguli depind de calitatea previziunii.

În figura 3.1. se descrie modul în care o bancă centrală ia decizii în condițiile regimului de TI. La momentul  $t$ , factorii decizionali trebuie să se decidă asupra instrumentului pe care vor să îl folosească (rata dobânzii). Evoluția inflației și cea a economiei din perioada trecută sunt cunoscute, astfel încât traiectoria viitoare a inflației

este oarecum intuitivă. Previziunea *condiționată* a ratei inflației  $\pi$ , calculată pentru un orizont de  $x$  trimestre se notează cu  $E(\pi_{t+x}|I_t)$ , unde  $I_t$  este mulțimea informației disponibilă la momentul previziunii. Un amănunt important este faptul că previziunea inițială e obținută cu condiția unui instrument relativ constant (și că o variație a acestui instrument va conduce la o altă previziune).

Figura 3.1 descrie o situație în care deși la momentul  $t$  rata inflației se situează sub rata țintă, pe termen mediu (8 trimestre) previziunea inflației, obținută pentru valori constante ale instrumentului folosit, depășește ținta. În acest caz, politica monetară trebuie să devină și mai restrictivă (deși la momentul  $t$  inflația se situează sub ținta stabilită).

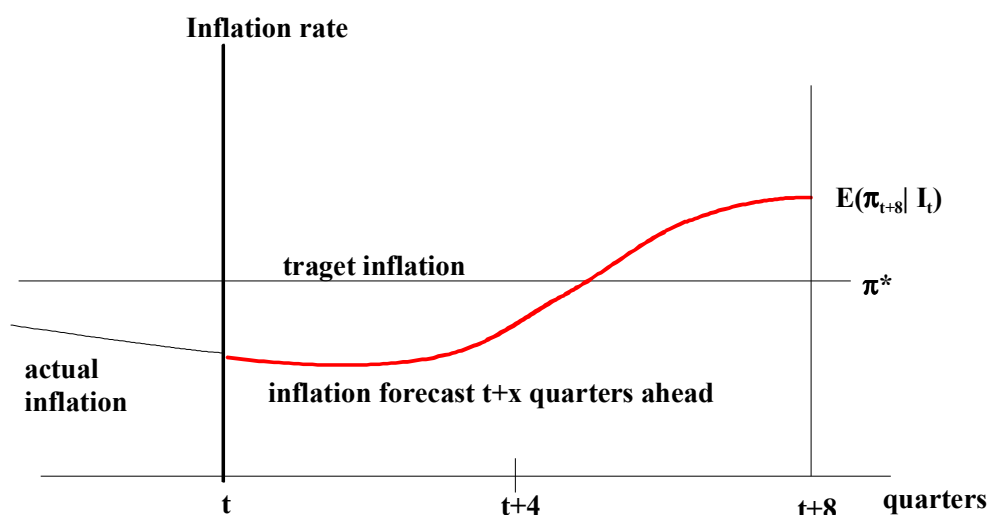


Figura 3.1. TI – ideea de bază

Din acest exemplu simplu (ipotetic) se poate observa cât este de important pentru creatorii politicilor economice să aibe la îndemână previziuni de bună calitate. O previziune bună înseamnă ca pe termen lung eroarea medie de estimare să fie nulă iar variația erorii de estimare, cât mai mică posibil. Evident, o astfel de previziune poate fi obținută doar în condițiile în care există o bună cunoaștere a mecanismului transmisiei monetare și a economiei, în general.

Dacă modelul (modelele) băncii centrale este (sunt) relativ corect(e) și dacă banca centrală comunică metoda de previziune, agenții economici privați își pot crea propriile expectații asupra inflației. În mod implicit, dacă banca centrală comunică folosind însă un model greșit, credibilitatea sa viitoare va fi pusă serios sub semnul întrebării.

Din punctul de vedere al implementării, o condiție de bază pentru țintirea inflației este deplină *autonomie și independență* a băncii centrale. În mod special, toate legăturile dintre Trezorerie și Banca Centrală trebuie neutralizate iar băncii trebuie să i se încredințeze atât *instrumente puternice de politică monetară* cât și control asupra lor. Mai mult, influența politică asupra Băncii Centrale trebuie eliminată definitiv și irevocabil.

Apoi, țintirea inflației trebuie să definească un *indice al prețurilor relevante*; în general, este reprezentat de un indice al prețurilor de consum tradițional. În zona Euro, indicele relevant este Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum (IAPC). Țările care vor adopta și vor trebui să aleagă *o țintă și o bandă, un culoar de variație*; de exemplu, pentru o bună perioadă de timp, Marea Britanie a țintit valoarea de 2.5%, în banda dintre 1% și 4%; în Canada, Noua Zeelandă și Suedia benzile sunt 1-3%, 0-2% și respectiv 1-3%. În Ungaria, prima țintă a fost 7% cu o bandă de +/-1% , Cehia a avut la început 5.5-6.5% iar Polonia a țintit un nivel al inflației sub 9.5%; ulterior, aceste țări și-au redus treptat ținta. La sfârșitul anului 2003, rata inflației în Cehia, decembrie raportat la decembrie a scăzut la 1% și în Polonia la 1.7%, aceste țări respectând astfel norma UE de 2%. În Ungaria, inflația a fost - în aceeași perioadă - de 5.7% și unele critici au evidențiat inconsistența dintre politica monetară și cea a ratei de schimb, practică de banca centrală a Ungariei<sup>15</sup>.

Banca centrală va trebui să se decidă asupra instrumentelor pe care le utilizează. În ultimii ani, o serie de bănci centrale din întreaga lume au ales să controleze rata dobânzii pe termen scurt, în general prin operațiuni **reverse-repo** pe piețele financiare. Astfel, principalul instrument este rata dobânzii de refinanțare. La intervale regulate banca

---

<sup>15</sup> Vezi: "The Balcerowicz Effect", *The Economist*, Ianuarie 31, 2004.

va ajusta instrumentul principal (rata dobânzii) astfel încât previziunile inflației (pe 6-8 trimestre înainte) sa fie cât mai aproape de ținta stabilită în prealabil.

**Box. Tintirea Inflației de către Banca Angliei.**

Banca Angliei (BA) a introdus regimul de TI în 1992. În ianuarie 2004 a schimbat variabila de referință, înlocuind indicele de prețuri RPIX (care, printre altele, excludea plățile ratelor împrumuturilor de tip ipotecar) cu HCPI (ce include aceste plăți) și care este de asemenea indexul de prețuri oficial al BCE. Obiectivul BA este menținerea ratei anuale a inflației în jurul valorii centrale de 2%. Datorită faptului că efectul complet al impulsurilor monetare se face simțit în economie cu o întârziere de câteva perioade, prin adoptarea TI Banca Angliei adoptă implicit o strategie ce privește înainte, mai precis BA își concentrează atenția asupra evoluției inflației pe o perioadă viitoare de doi ani. Pentru implementarea politicii monetare aceasta folosește previziunile generate de diferite modele. Cu toate că pentru procesul de previzionare a inflației există un așa-numit model macroeconomic principal al economiei Marii Britanii, BA folosește și rezultatele previzionarilor generate de o serie de alte modele. Acestea sunt astfel proiectate încât să ofere mai multe informații despre anumite fenomene macroeconomice ce ar fi mai dificil de interpretat cu modelul principal. De exemplu, aceste modele pot oferi o mai bună explicație a evenimentelor economice recente prin identificarea cauzelor acestora, sau, uneori ele pot fi întrebuițate pentru evaluarea unor potențiale dezvoltări economice. Ele sunt de asemenea folosite pentru testarea ipotezelor de lucru ale variabilelor exogene în modelul principal.

Rezultatele acestor modele sunt foarte utile prin faptul că ele facilitează o mai bună înțelegere despre modul de funcționare al economiei, permițând o cuantificare empirică a fenomenelor economice și ajutând astfel la înțelegerea mecanismului de transmitere a politicii monetare. Prin prisma rezultatelor furnizate de aceste modele, Comitetul Politicilor Monetare (CPM) al BE formulează o ipoteză asupra dezvoltării potențiale a inflației și creșterii economice. În fiecare luna BA publică previziunile pe o perioadă de doi ani sub forma unor grafice de tip evantai, atât pentru inflația indicelui general al prețurilor (IGP) și RPIX cât și pentru rata de creștere economică trimestrială în ipoteza că

rata dobânzii de intervenție este menținută constantă. Aceste grafice de tip evantai descriu de fapt gradul ridicat de incertitudine raportat la proiecția centrală – care reprezintă evoluția cea mai probabilă a economiei. Astfel, aceste grafice pot fi considerate niște distribuții probabilistice ce descriu plaja tuturor realizărilor posibile (Britton et al. 1998).

Procesul de previzionare al BA se face în câțiva pași. Prima dată are loc o întâlnire între membrii CPM și personalul BA cu scopul definit de a identifica principalele ipoteze de lucru și evaluarea riscului. Acestea sunt ulterior încorporate în modelele de lucru ale BE de către echipa de cercetare responsabilă de obținerea unei versiuni preliminare de previzionare. Această versiune este analizată de către membrii CPM care pot solicita schimbări ale ipotezelor de lucru. Ultimul pas constă în ajustarea previziunilor de către CPM ca urmare a ultimelor informații primite referitoare la evoluția economiei.

Toate deciziile politicii monetare sunt interpretate și argumentate prin prisma acestor previziuni. Principiul de bază este ca o deviație a variabilei de previzionat față de țintă necesită o intervenție a băncii: când valoarea previzionată este mai mare decât ținta e necesar ca politica monetară să devină restrictivă și invers.

Un număr de economiști influenți susțin acest cadru de operare al politicii monetare (vezi printre alții Bernanke și Mishkin, 1997; Bernanke 2003). Aceștia sunt în favoarea ideii că un astfel de regim poate elimina tendința inflaționistă asociată cu inconsistența temporală; într-adevăr, adoptând TI o bancă centrală are un singur obiectiv (stabilitatea prețurilor) și nu poate fi vorba de nici un conflict de interese – care ar apărea în cazul în care obiectivele ar fi multiple. Răspunderea băncii centrale este direct observabilă în acest caz din moment ce performanța ei poate fi măsurată în mod direct, de exemplu cuantificată ca diferența dintre inflația actuală și valoarea previzionată a inflației. Mai mult, metoda folosită de banca centrală poate fi făcută publică – de exemplu ecuațiile modelului utilizat pentru previzionare – fapt ce duce la creșterea transparenței. În general, comunicarea cu publicul în ceea ce privește politica și metodele de previzionare este foarte importantă pentru toate băncile centrale ce folosesc TI. Acest fapt ajută publicul să-și reducă erorile previziunilor inflaționiste, fapt ce duce la o reducere a amplitudinii fluctuațiilor economice.

Oricât ar părea ele de atractive din punct de vedere teoretic, o parte din avantajele adoptării regimului de TI prezintă dificultăți de aplicare în practică în țările în curs de dezvoltare. Secțiunea 3.3 abordează mai în detaliu aceste aspecte.

### **3.2 Este BCE o adevărată adeptă a țintirii inflației?**

Federal Reserve (FED) și Banca Națională a Japoniei nu au în mod explicit o țintă a inflației, și deci nu sunt de tipul TI. Mai mult, FED are ca obiectiv explicit stabilitatea activității economice, există numeroase studii ce documentează politica restrictivă în perioade de avânt economic și o politică relaxată în timpul recesiunii. Intervențiile băncii Japoniei pe piața valutară sunt de asemenea notorii. Ce se poate spune despre BCE?

Adoptarea de către BCE a unei ținte monetare ar fi fost dificil de implementat din moment ce mediul în care operează este unul relativ nou cu un grad ridicat de heterogenitate iar estimarea unei funcții stabile de cerere a banilor ar fi ridicat câteva probleme<sup>16</sup>. După cum s-a menționat anterior BCE a subliniat rolul pe care masa monetară ar trebui să-l aibă la stabilirea politicii monetare dar a realizat la sfârșitul anului 2003 că acest angajament este nerealist.

Adoptarea unei ținte a ratei de schimb nu ar fi fost de asemenea fezabilă din moment ce relația dintre prețuri și rata de schimb nu este atât de puternică într-o economie relativ închisă; mai mult, adoptarea acestui regim ar fi însemnat practic transferul controlului politicii monetare către banca centrală a carei monedă ar fi fost considerată ca țintă în rata de schimb. Acest fapt ar fi fost incompatibil cu obiectivul unei BCE independente economic.

Este BCE de tipul TI? Ca și alte bănci ce au adoptat TI, BCE are o țintă a inflației explicită și trebuie să mențină inflația cât mai aproape de țintă (o creștere de 2% în nivelul general armonizat al prețurilor de consum) pe termen mediu. De asemenea, BCE este independentă, are o paletă de instrumente, iar influența politică a guvernelor țărilor din zona euro este foarte slabă.

---

<sup>16</sup> Incercările de a construi un astfel de model din datele consolidate din perioada pre-Euro sunt susceptibile de erori statistice.

În secțiunea anterioară s-a arătat ca deviația curentă a produsului intern brut față de valoarea de echilibru pare a avea un rol important în procesul de decizie al BCE (vezi Tabelul 2.1). Totuși este prea devreme să se afirme cu siguranță dacă aceasta este o indicație a atenției acordate stabilității prețurilor pe termen mediu sau este legată de obiectivul pe termen lung al stabilizării fluctuațiilor economice. Un astfel de obiectiv nu ar fi în contradicție cu legea de constituire a BCE (vezi Tratatul CE).

Spre deosebire de țările ce au adoptat TI și în mod oarecum asemănător cu FED, BCE acordă o atenție moderată transparenței. Nu este clar cum Consiliul director decide rata dobânzii de referință dat fiind că discuțiile interne nu sunt cunoscute publicului. BCE nu publică o previziune oficială a inflației. Acest fapt nu este chiar surprinzător având în vedere dificultățile de ordin tehnic ce ar trebui surmontate pentru obținerea unor previziuni adecvate. După cum a subliniat și Svensson (1999, pg. 645), “absența unui mecanism generalizat, aplicabil zonei euro, de transmitere a politicii monetare și incertitudinea acestui mecanism ce derivă de aici va .. constitui o dificultate formidabilă”.

La începutul lui 2004 managementul modului de operare al politicii monetare în zona euro a fost enunțat clar de președintele BCE, Jean-Claude Trichet: “În analiza economică pe care o facem introducem toate elementele și factorii ce afectează situația curentă și [...] nu suntem prizonierii unei ecuații, ai unui sistem de ecuații sau ai unui algoritm care ne-ar putea dicta modul de conduită și operare<sup>17</sup>.”

Astfel, din acest punct de vedere, regimul monetar adoptat de BCE pare a fi similar cu cel al FED contrar regimurilor de TI din Marea Britanie sau Suedia.

În concluzie, BCE nu țintește inflația în adevăratul sens al cuvântului chiar dacă a imprumutat elemente importante din această strategie. Ca și FED, politica monetară a BCE vizează un element de flexibilitate astfel încât să poată adresa într-un mod eficient diversele amenințări la stabilitatea prețurilor, inclusiv în situații excepționale (deflație, război, atacuri teroriste, socuri ale prețurilor la produsele de import, prabusiri majore ale pietelor de capital, etc.)<sup>18</sup> Trebuie menționat că o bancă centrală nu țintește inflația prin

---

<sup>17</sup> Transcrierea răspunsurilor la întrebările din conferința de presă din 8 ianuarie 2004.

<sup>18</sup> Discursul rostit de Allan Greenspan, “Risc și incertitudine în politica monetară” din 3 ianuarie 2004 este o pledoarie pentru flexibilitate și un management adaptiv al politicii monetare. Vezi [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040103/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040103/default.htm)

simplul fapt ca alege o tinta a inflatiei. Ceea ce este esential pentru o banca centrala ce alege TI ca mod de operare este sa fie capabila sa obtina previziuni conditionate ale inflatiei iar apoi sa-si adapteze instrumentul principal utilizat in mod corespunzator.

### **3.3 Tintirea inflatiei în țările în curs de dezvoltare**

Ce se poate spune însă despre performanța politicii de TI în aceste țări? Intr-un studiu pe această temă Mishkin și Schmidt-Hebbel (2001) susțin că TI s-a dovedit a fi în general o politică de succes. Pe lângă faptul că TI a dus la o creștere a transparenței obiectivului politicii monetare și a credibilității băncii centrale, inflația a fost de asemenea redusă la nivele rezonabile. Cu toate acestea, autorii subliniază faptul că la sfârșitul procesului de dezinflație nivelul inflației în țările ce au adoptat TI nu era sensibil mai redus decât în țările ce nu au adoptat TI.

De altfel, după cum o arată și experiența băncilor centrale din țările în tranziție, obiectivul fixat prin țintirea inflației a fost adeseori neîndeplinit. Jonas și Mishkin (2003) evaluează performanța țintirii inflației în trei din țările ce au adoptat acest sistem în țările în tranziție și anume Republica Cehă, Ungaria și Polonia. Autorii conclud că, deși există un progres în procesul dezinflaționist, nivelul relativ ridicat de incertitudine ce predomină în aceste țări face ca previziunile inflaționiste pe termen mediu să fie dificil de realizat.

Aceasta este o mențiune importantă. În țările dezvoltate, adoptarea TI implică, o anumită abilitate tehnică a băncii centrale de:

- (1) A fi capabilă sa previzioneze inflația – sub diverse scenarii - pe cel puțin 6-8 trimestre înainte;
- (2) A cunoaște exact mecanismul transmiterii politicii monetare astfel încât sa-și adapteze instrumentele pentru a-și atinge obiectivul de inflație propus.

Avantajele pe care le oferă politica de TI în ceea ce privește credibilitatea și transparența derivă tocmai din îndeplinirea acestor conditii. Or, tocmai obținerea unei previziuni condiționate este greu de realizat – chiar și BCE a evitat sa-și asume acest risc. Ce se întâmplă însă dacă previziunile sunt greșite? Fig. 3.1 este ilustrativă în acest sens. Presupunând că adevarata previziune este sub obiectivul țintă, autoritatea monetară va adopta o politica monetara restrictivă, adica exact opusul a ceea ce s-ar cere în realitate.



Relația dintre instrumentele monetare este în general presupusă a fi cunoscută. Dar sunt oare aceste relații stabile într-o economie în tranziție?

Din acest punct de vedere, într-o economie în curs de dezvoltare, credibilitatea băncii centrale poate fi afectată în mod diametral opus prin adoptarea TI, aceasta rezidă tocmai din riscul de a avea ca ipoteze de lucru previziuni greșite. Impunând un cadru rigid de lucru pentru managementul politicii monetare, în condițiile în care eficacitatea acestuia lasă de dorit, nu face decât să pericliteze inutil credibilitatea autorității monetare.

Mai mult decât atât, după cum o arată și experiența țărilor în tranziție, inflația a fost în general adusă sub control – și aceasta s-a realizat indiferent de instrumentele sau de regimul monetar adoptat. Dacă politicile monetare și fiscale sunt implementate prudent este foarte probabil ca procesul dezinflaționist să continue și în absența unui regim *de facto* al TI.

## **4. POLITICA MONETARA IN ROMANIA**

### **4.1 Cadrul general**

În 2003 România a continuat procesul de stabilizare macroeconomică. Creșterea economică a fost de 4.8%, inflația anuală a atins 14.1% în decembrie iar deficitul bugetar a fost menținut la 2.4% din PIB. Rezervele în valută ale BNR au atins aproape 9 miliarde de euro iar investițiile străine directe au crescut la peste 1 miliard euro. Chiar dacă aceste performanțe macroeconomice au fost recunoscute de agențiile internaționale de rating, totuși gradul de risc al României rămâne încă peste limita ce ar atrage o creștere substanțială a investițiilor străine directe.

Ceea ce este îngrijorător însă e creșterea deficitului de cont curent, care a ajuns la 5.8% din PIB în 2003 (de la 3.6% anul trecut)<sup>19</sup>. Este important de menționat faptul că, datorită nivelului redus al investițiilor străine directe, din perspectiva experiențelor trecute reiese că limita superioară de finanțare a deficitului de cont curent pentru

---

<sup>19</sup> Chiar dacă această creștere este consistentă, ea ar trebui privită dintr-o perspectivă de timp mai largă. Astfel, media deficitului de cont curent în perioada 2000-2003 este de 5% din PIB.

România pare a fi în vecinătatea a 7% din PIB; Depășirea acestui nivel e posibil să atragă după sine ajustări nedorite ale balanței de plăți.

Care sunt factorii ce au influențat această creștere a deficitului de cont curent în 2003? Una din cauze se datorează creșterii cererii interne, ce a constituit în fapt principalul motor al creșterii economice, în contrast cu anii precedenți când acest rol a fost jucat de exporturi. Alte cauze pot fi identificate ca fiind indisciplina financiară a agenților economici (o parte din arierate sunt folosite pentru plata importurilor), dependența exporturilor de importuri intermediare, înrăutățirea termenilor comerciali generali (prețul petrolului a avut o tendință crescătoare în acest an), anul secetos ce a dus la o creștere a importurilor de cereale și alimente, capacitatea redusă a agenților economici de a produce bunuri competitive pe plan intern, aprecierea în termeni reali a ratei de schimb, cât și reducerea subvențiilor oferite exportatorilor în 2000. Un alt factor a fost creșterea creditului de consum ce a alimentat cererea de importuri.

Insuficiența restructurării, în special în sectorul industriei, a continuat să genereze tensiuni la nivel economic și ar fi putut să contribuie la creșterea deficitului comercial; o dovadă a existenței acestor tensiuni o constituie persistența arieratelor în economie.

	2000	2001	2002	2003
PIB real, creștere/scădere anuală %	2.1	5.7	4.9	4.8
Inflația IGP (% , Dec/Dec)	40.7	30.3	17.8	14.1
Deficitul bugetar (% din PIB)	-3.5	-3.3	-2.7	-2.4
Datoria publică și garantată public (% din PIB)	29.9	27.4	28.3	28.4
Deficitul de cont curent (% din PIB)	-5.7	-5.6	-3.6	-5.8
Datoria totală externă, (% din PIB)	31	35	32	NA
Datoria totală externă (% din exporturi)	81	85	85	NA
Rata de schimb (ROL/USD)	25,926	31,597	33,500	33,391

Sursa: Statistici Naționale, FMI

**Table 4.1: Romania: evoluția principalilor indicatori macroeconomici**

Anul 2004 este important prin definirea unor anumite repere care vor înscrie dezvoltarea ulterioară a economiei pe o anumită traiectorie. Fenomenul de dezinflație va

atinge un stadiu critic, continuarea cu succes a acestuia va depinde de întărirea disciplinei fiscale și financiare. Această disciplină însă nu poate fi realizată decât prin restructurarea unor sectoare industriale cheie cum ar fi cel energetic (incluzând atât sectorul productiv cât și distribuția).

## **4.2 Creșterea rezervelor valutare și prevenirea aprecierii leului**

Deși la jumătatea anului 1999 România a trecut printr-o serie de scurte crize financiare, a reușit să evite un colaps al neplatei datoriei externe printr-o ajustare drastică a balanței de plăți. În perioada precedentă acestor crize, un Leu supra-apreciat a diminuat competitivitatea externă în paralel cu reducerea rezervelor valutare ale BNR. Pentru a micșora riscul ca aceste fenomene să devină recurente, începând cu anul 2000 BNR a stabilit câteva obiective cheie:

- (1) creșterea rezervelor valutare și prevenirea aprecierii excesive a Leului (obiective consistente);
- (2) să urmărească un proces gradual al dezinflației.

Din cauza faptului că cele două obiective, (1) și (2) nu sunt consistente simultan, BNR a trebuit să utilizeze două instrumente.

Pentru îndeplinirea primului obiectiv BNR a cumpărat sume importante de valută de pe piața valutară până la punctul în care rezervele valutare au atins echivalentul a patru luni de importuri.

Figura 4.1 arată dinamica rezervelor valutare ale BNR în perioada 1999-2004.

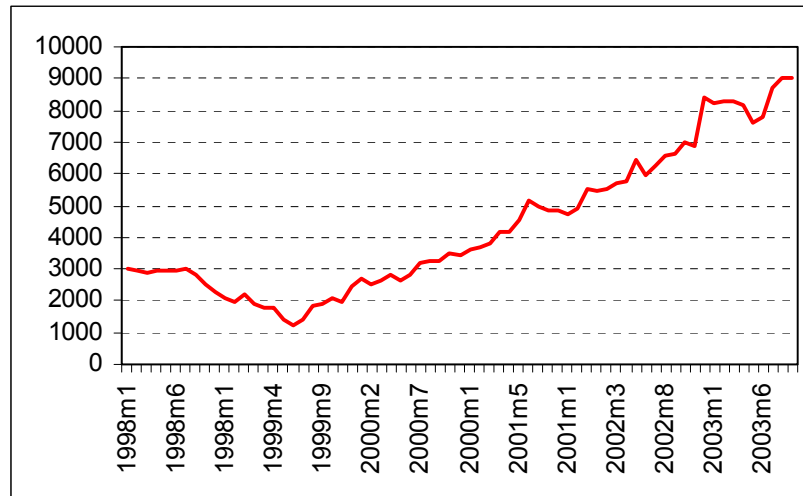
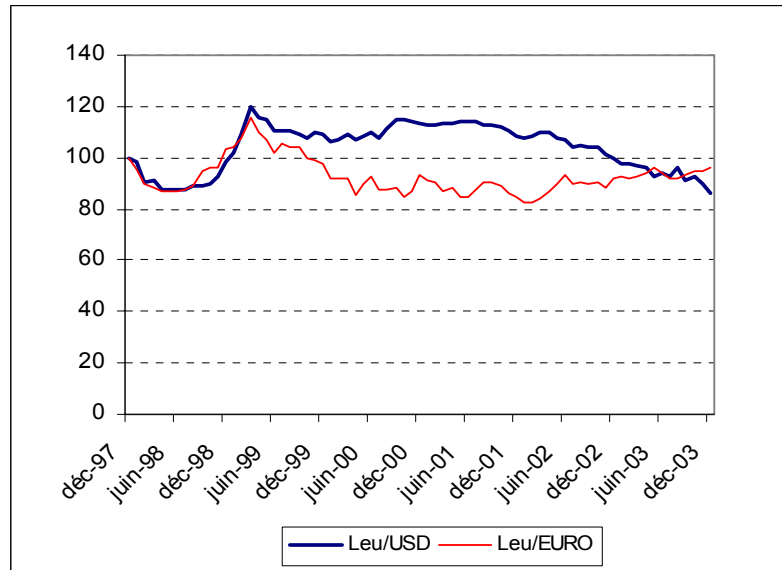


Figura 4.1 Dinamica rezervelor valutare ale BNR, milioane euro

Acumularea substanțială de rezerve valutare a contribuit atât la reducerea riscului specific de țară cât și la îmbunătățirea ratingului de credit al României, care astfel poate împrumuta de pe piața internațională în termeni mai avantajoși. Pe de altă parte însă, obținerea acestor împrumuturi într-un mod mai facil creează o presiune suplimentară asupra BNR de a continua să cumpere valută pentru a preveni aprecierea excesivă a Leului.

Dupa cum arată și Figura 4.2, scăderea frecvenței achizițiilor valutare ale BNR în perioada 2002-2003 a dus la o ușoară apreciere reală a Leului raportată la coșul valutar de referință al BNR<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> De la începutul anului 2004, coșul valutar conține Euro în proporție de 80% și dolari US în proporție de 20%.



Source: IMF data.

**Figura 4.2. Rata reală de schimb a leului raportată la Euro si USD**

Creșterea rezervelor valutare ale BNR s-a realizat printr-o injecție de lichiditate în economie însă aceste intervenții nu au fost complet sterilizate. Atât baza monetară (M0) cât și masa monetară (M2) au crescut în aceasta perioadă periclitând eforturile de dezinflație. După cum e menționat și în Daianu și Vranceanu (2001) efectul unui șoc asupra masei monetare are impact maxim asupra inflației trei luni mai târziu.

### 4.3 Luptând împotriva inflației

Trebuie menționat că o trasătură a perioadei 2000-2003 (comparativ cu decada precedentă) este fenomenul de dezinflație. Inflația anuală a scăzut de la 60% în 2000 la 14% în 2003.

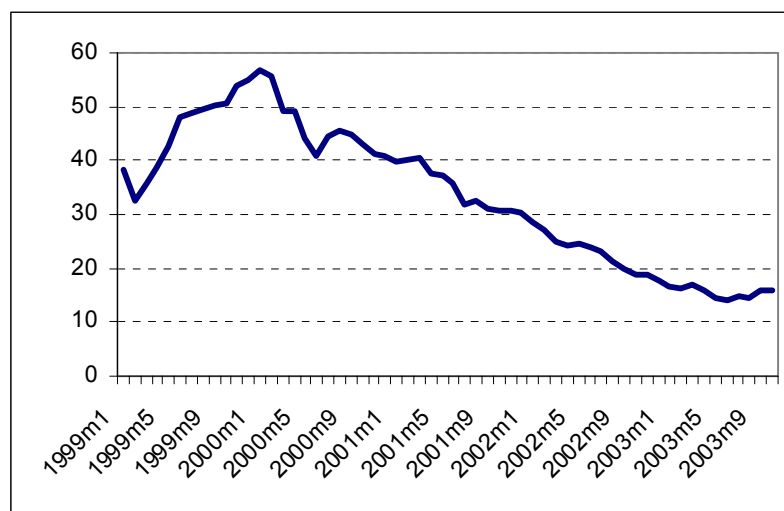


Figura 4.3. Inflația dată de IGP, variație față de aceeași lună a anului precedent

Această tendință favorabilă de scădere a inflației s-a realizat în ciuda eforturilor continue ale BNR de a preveni deprecierea Leului față de Euro și dolarul US (un Leu depreciat ar contribui la creșterea inflației) și a continuat până în 2003 – când Leul a început să se aprecieze față de coșul valutar). Explicația se datorează în mare măsură modului în care BNR sterilizează intervențiile pe piața valutară. Pentru a înțelege mai bine acest lucru să vedem cum funcționează acest mecanism de sterilizare.

În țările dezvoltate cererea de bani este relativ stabilă și, pentru a aborda deficiența structurală de lichiditate (în general indusă de nivelul rezervelor obligatorii) băncile comerciale atrag lichiditate de la banca centrală. Astfel, banca centrală este un creditor net față de sistemul bancar. După cum s-a menționat și înainte, în fiecare săptămână BCE va oferi bani cu împrumut pentru o perioadă de șapte zile. Astfel, atragerea unui anumit volum (dorit) de rezerve se face prin modificarea marginală a ratei de schimb oferită pentru aceste rezerve. În situația opusă, când sistemul bancar și financiar nu sunt suficient de dezvoltate, activitatea economică este relativ redusă și rata dobânzii mare, cererea globală de bani în economie este scăzută. În consecință banca centrală poate influența lichiditatea din sistemul bancar atragând surplusul disponibil la băncile comerciale prin operații de tip **repo**. Astfel, banca centrală este în poziție de debitor net față de sistemul bancar. Figura 4.4 indică versiunea simplificată a bilanțului unei bănci centrale în cele două ipostaze.

<b>Central Bank is a net creditor of banks CB balance sheet</b>		<b>Central Bank is a net debtor of banks CB balance sheet</b>	
<b>Assets</b>	<b>Liabilities</b>	<b>Assets</b>	<b>Liabilities</b>
<b>Reserves of foreign exchange</b>	<b>Monetary base</b> (cash and bank compulsory reserves)	<b>Reserves of foreign exchange</b>	<b>Monetary base</b> (cash and bank compulsory reserves)
<b>Treasury bonds</b>		<b>Treasury bonds</b>	
<b>Credit to banks</b>		<b>Borrowed resources from banks</b>	

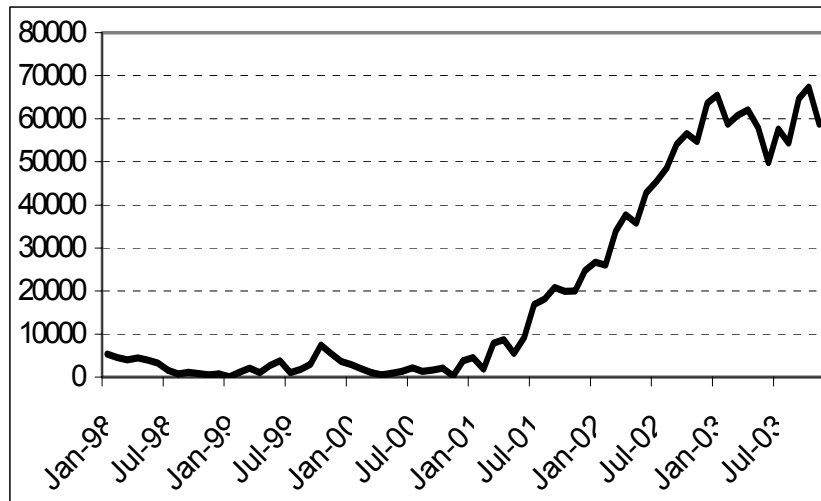
**Figura 4.4. Balanțele stilizate ale unei bănci centrale**

Trebuie menționat că în toate economiile în tranziție, și dintre acestea chiar și în cele ce se află într-un stadiu avansat al tranziției către economia de piață și integrarea în CE (Polonia, Ungaria și Republica Cehă), banca centrală este în poziție de debitor net față de sistemul bancar (cel puțin așa arată situația la începutul lui 2004)<sup>21</sup>. După 1998 aceste trei țări au adoptat sistemul de țintire a inflației (cu toate că în Ungaria, de exemplu, nu este clar că obiectivul stabilității ratei de schimb nu e în contradicție cu acela al stabilității prețurilor) și au făcut pași importanți în lupta împotriva inflației (care, în decembrie 2003 era sub 2% în Polonia și Republica Cehă). Băncile centrale din aceste trei țări impun un nivel relativ redus de rezerve obligatorii (în jur de 2%, la fel ca și BCE). Politica monetară e implementată prin ajustarea bazei monetare reflectată în modificarea volumului resurselor atrase de la băncile comerciale (pe perioade de una sau două săptămâni) în cadrul operațiilor de licitații la intervale regulate. Instrumentul țintă e rata dobânzii pe care băncile centrale o platesc pentru aceste credite. Crescând rata dobânzii banca centrală poate atrage mai multe resurse și vice-versa. Bineînțeles ca rata dobânzii platită de banca centrală e raportată la ratele dobânzilor pe care băncile comerciale le acordă pentru depozite, rezerve și credite private. De fapt, acesta este un preț de echilibru obținut ca rezultat al cererii și ofertei pe piață.

Incepând cu anul 2001, BNR a continuat să atragă excedentul de lichiditate de la băncile comerciale pe perioadă de o lună (terminologia de ‘depozite atrase’ nu e tocmai corectă din moment ce această operație nu e similară cu creditul overnight). Media datoriilor BNR către sistemul bancar a însumat 65.000 miliarde Lei în

<sup>21</sup> Vezi următoarele documente: pentru Ungaria, pentru Polonia, pentru Republica Ceha

octombrie 2003 comparativ cu numai 14.000 miliarde Lei în februarie 2001 (Figura 4.5). Resursele atrase în octombrie 2003 au reprezentat aproape 40% din totalul datoriilor BNR și aproximativ 70% din baza monetara (M0).



Sursa: Buletinele lunare ale BNR

**Figura 4.5 Stocul depozitelor atrase de către BNR (miliarde lei)**

Principala diferență între BNR și cele trei bănci centrale exemplificate anterior constă în faptul ca BNR are o țintă cantitativă; se pare că obiectivul BNR este volumul resurselor pe care dorește să le atraga și nu rata dobânzii pe care aceste bănci ar accepta-o pentru creditele oferite. Pentru a convinge băncile comerciale sa plaseze depozite, în 2003 BNR a oferit o rata a dobânzii anualizată, fără risc, de 20%, cu 5% peste rata prognozată a inflației. Oarecum surprinzător, rata dobânzii fara risc la aceste resurse împrumutate de la băncile comerciale pare sa fi fost mai mare chiar și decât rata dobânzii la credite oferită de unele bănci comerciale (care are un grad de risc mai ridicat).

Metoda utilizată în prezent de BNR - de atragere a depozitelor - poate fi eficientă în absorbția lichidității dar este atipică din moment ce alte țări urmează strategii diametral opuse, adică întâi stabilesc rata dobânzii și apoi observă dacă prin volumul resurselor atrase își ating obiectivul propus; ulterior rata dobânzii poate fi modificată dacă obiectivul nu s-a realizat. In procedura curentă a BNR rata dobânzii nu pare a fi



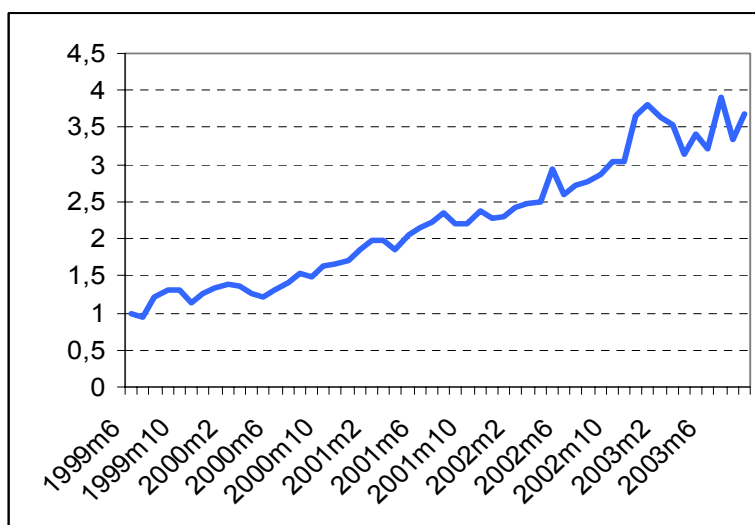
variabilă de decizie; astfel e posibil ca ea să aibă un slab conținut informațional în ceea ce privește poziția politicii monetare.

Testul de cauzalitate Granger între rata inflației (INF) și pasivele BNR către sistemul bancar (LLBNR) pe perioada ianuarie 1998-septembrie 2003 arată că LLBNR are un impact puternic asupra inflației (într-un model cu 6 laguri). O simplă regresie indică faptul că:

$$INF_t = 5.33 + 0.26INF_{t-1} - 0.41LLNBR_{t-2}$$

Coeficientul negativ al LLBNR, semnificativ statistic, sugerează că atragerea depozitelor de către BNR a avut un impact pozitiv asupra stabilizării prețurilor. ( $R^2=0.5$ ).

Ca o consecință a acestui fapt și datorită acumulării rapide de rezerve valutare, structura monetară prezintă o situație inedită în ianuarie 2003 când baza monetară acoperea de aproape patru ori rezervele valutare (Figura 4.6).



**Figura 4.6. Raportul rezervelor valutare ale BNR față de baza monetară**

Cu alte cuvinte, relația dintre baza monetară și rezervele valutare este mult mai strictă decât în contractele standard ale consiliilor monetare unde raportul între cele două variabile este de unu la unu. Această situație nu reflectă faptul că BNR deține un volum mult prea mare de rezerve valutare ci este mai degrabă o consecință a

dezvoltării precare atât a sistemului bancar cât și a activității de creditare (monetizare redusă).

Metoda utilizată în prezent de BNR - de atragere a depozitelor - poate fi eficientă în absorbția lichidității dar este atipică din moment ce alte țări urmează strategii diametral opuse, adică întâi stabilesc rata dobânzii și apoi observă dacă prin volumul resurselor atrase își ating obiectivul propus; ulterior rata dobânzii poate fi modificată dacă obiectivul nu s-a realizat. În procedura curentă a BNR rata dobânzii nu pare a fi variabilă de decizie; astfel e posibil ca ea să aibă un slab conținut informațional în ceea ce privește poziția politicii monetare.

## **5. CONDITIILE GENERALE PENTRU MANAGEMENTUL POLITICII MONETARE**

Scopul acestei secțiuni este de a prezenta câteva caracteristici ale economiei românești ce au o influență importantă asupra politicilor monetare și al ratei de schimb. Aderarea la UE va fi numai unul dintre primii pași pe care România îl va face în procesul de tranziție. Obiectivul final îl constituie convergența reală cu UE. Această situație este similară cu rezolvarea unei probleme de programare dinamică complexă în care condițiile inițiale (date de situația economică curentă), cele intermediare (criteriile de la Copenhaga) și condițiile terminale (criteriile de la Maastricht) sunt cunoscute iar obiectivul este de a găsi calea optimă pentru variabilele de interes prin folosirea adecvată a instrumentelor (monetare și fiscale).

Înțelegerea procesului de transmitere a politicii monetare este vital pentru elaborarea și implementarea politicii monetare. Aceasta însă se dovedește a fi destul de dificil de realizat, chiar și în economiile dezvoltate unde există un oarecare grad de incertitudine privind această înțelegere. În cazul României situația este și mai dificilă dat fiind faptul că economia se află într-o continuă stare de transformare structurală. Schimbările de natură structurală sunt destinate să adauge un grad și mai mare de incertitudine cu privire la înțelegerea fenomenului transmiterii politicii monetare.

În mod tradițional au fost identificate patru canale principale de transmitere a politicii monetare. Primul este prin efectul direct al ratei dobânzii, care afectează toate

celelalte rate ale dobânzilor, cum ar fi de exemplu dobânda la depozite. Acestea la rândul lor vor afecta deciziile de economisire și investiții ale agenților economici. Al doilea canal va afecta disponibilitatea creditului. Al treilea canal este prin impactul asupra prețurilor valorilor mobiliare cum ar fi acțiuni sau obligațiuni și asupra proprietăților imobiliare. Al patrulea canal afectează rata de schimb. În toate cazurile menționate mai sus expectațiile au un rol important. Rata de schimb e dată de prețul relativ al leului raportat la cel al altor valute și deci depinde atât de condițiile monetare domestice cât și de cele externe. Trebuie menționat că impactul exact pe care o modificare a ratei dobânzii oficiale o are asupra ratei de schimb este dificil de cuantificat deoarece, în general, va depinde de expectațiile inflaționiste și ale ratei dobânzii ((domestice și externe).

În România canalele de transmitere ale politicii monetare sunt încă în stadii de formare. O problemă esențială este de a identifica acei factori care joacă un rol important în obstrucționarea efectivității mecanismului de transmitere al politicii monetare. Această secțiune reliefează câțiva dintre acești factori din economia românească care au o influență asupra condițiilor monetare.

## **5.1 Sistemul financiar și factorii monetari**

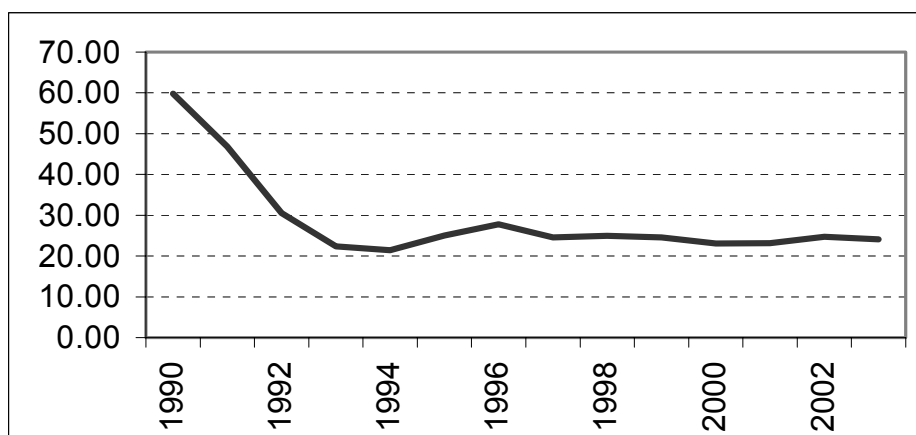
### **5.1.1 Structura sistemului bancar**

Un element ce joacă un rol important în propagarea impulsurilor monetare o reprezintă structura sistemului bancar. În România, ca și în alte țări candidate sistemul financiar are o distribuție inegală în care bancile de departe cea mai mare pondere a intermediarilor financiare din economia românească. Sistemul bancar este dominat de câteva bănci private și, într-o mare măsură de bănci la care statul este acționar principal (BCR care este practic dă 'tonul' pieței) fiind caracterizat printr-o rație scăzută a activelor în PIB. La sfârșitul anului 2001 raportul activelor bancare în PIB a fost de numai 31% fiind unul dintre cele mai scăzute din țările din estul Europei. Mai mult, sectorul bancar are caracteristici de oligopol. Între 1999 și 2002 aproximativ 85% din depozitele în lei și 90% din creditul domestic în lei era deținut de către 1/6 din bănci (Antoși et al. 2003).

Un nivel atât de ridicat al concentrării depozitelor și creditelor conferă băncilor ce le dețin o forță redutabilă pe piață. Această situație poate crește nu numai ineficiența, dată de alocarea intertemporală a reurselor, dar și cea a politicii monetare din moment ce, într-o astfel de structură de piață, controlul băncii centrale asupra lichidității în sistemul bancar este redus (băncile comerciale pot utiliza profiturile pentru a contracara impulsurile politicii monetare)<sup>22</sup>

### 5.1.2 Nivelul scăzut al monetizării

O altă caracteristică a economiei românești este *nivelul scăzut al monetizării*. Raportul masei monetare M2 în PIB a oscilat în jur de 24% în ultimul deceniu (Figura 4.1) fiind mult mai scăzut decât cel observat în țările dezvoltate și chiar și în unele din țările în tranziție. Nivelul atât de scăzut al monetizării reflectă ineficiențele majore din sistemul bancar cât și lipsa de experiență a agenților privați de a utiliza banii ca și un dispozitiv de coordonare.



Sursa: Buletinele lunare ale BNR

**Figura 5.1. Masa monetară, M2 % din PIB**

Nivelul atât de scăzut al monetizării are impact direct asupra eficacității politicii monetare. De exemplu, dacă agenții privați nu-și finanțează proiectele de investiții prin

<sup>22</sup> Există o literatură vastă care arată că impactul politicii monetare asupra băncilor depinde de organizarea industrială a acestui sector. O consecință este că băncile mari sunt capabile în principiu să-și protejeze profiturile în fața variațiilor politicii monetare.

credite bancare sau obligațiuni rata dobânzii va avea un impact mai redus asupra activității economice. O problemă importantă de rezolvat a BNR o constituie sprijinirea procesului de remonetizare a economiei fără a crește inflația. Aceasta se poate întâmpla însă numai dacă cererea de bani va crește într-un mod semnificativ – sugerând o puternică creștere a activității economice și mai multă încredere în sectorul bancar.

### **5.1.3 Dolar/euroizarea masivă (atât pe partea de active cât și de pasive)**

Fenomenul masiv de dolar(euro)izare este o altă trăsătură a economiei românești ce crește incertitudinea referitoare la efectele politicii monetare.

Intr-o economie care este *parțial dolar(euro)izată*, dolarul (euro) este utilizat în oricare din cele trei roluri clasice ale banilor: ca unitate de cont, instrument de schimb sau ca mod de păstrare, cele mai relevante fiind primele două (Calvo, 1999).<sup>23</sup> Economiiștii definesc situația în care dolarul(euro) este folosit ca metoda alternativă de plată ca “substituția monedei”. În practică, când aceasta este prezentă, agenții privați preferă mai degrabă să-și țină disponibilitățile pe care le au în active denominate în valută (dolari sau euro) decât în active denominate în lei; în speță aceștia vor prefera dolarul în locul leului pentru depozitele bancare.

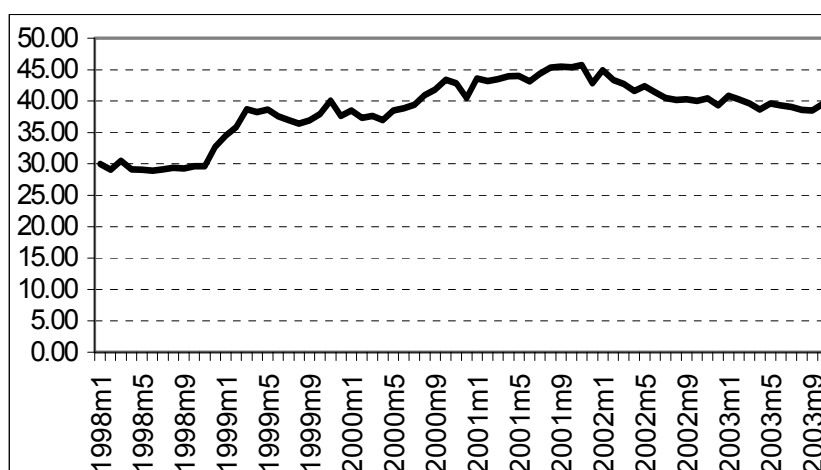
De obicei fenomenul de substituție a monedei apare ca o reacție la o inflație volatilă și imprevizibilă precum și în cazurile de incertitudine economică și politică. Dat fiind evoluția inflației în ultimii 14 ani în România nu este surprinzător faptul că fenomenul de dolar(euro)izare a luat o asemenea amploare. Publicul a căutat protecție în fața costurilor de economisire a activelor în lei, plasându-și disponibilitățile în active denominate în dolari(euro). Mai mult, dolarul(euro) a fost utilizat pe scară largă în contracte ca mijloc de indexare, fapt ce a indus o creștere a cererii de dolari(euro).

Ceea ce este important de remarcat este persistența fenomenului de dolar(euro)izare în ciuda faptului că inflația a continuat să scadă. (Figura 4.2). Componenta valutară a M2 a scăzut la aproximativ 40% la sfârșitul lui 2003 după ce a

---

<sup>23</sup> În contrast cu dolarizarea parțială, o țară care este *total dolarizată* va înlocui moneda domestică cu una externă.

atins un maxim de 46% la începutul lui 2002.<sup>24</sup> Ca un criteriu de comparație, Reinhart et al. (2003) arată că între 1996 și 2001, rata medie a componentei valutare în M2 pentru o selecție a țărilor în curs de dezvoltare s-a situat în jurul valorii de 18.4%. În exemplele considerate, Argentina a avut cea mai mare rație, 52.5%, urmată de Turcia cu 45.9%. În comparație cu alte țări din estul european România este una dintre cele mai dolarizate țări. În 2001 de exemplu, componenta valutară în M2 a fost de 9.9% pentru Republica Cehă, 13.3% pentru Polonia și 30.1% pentru Slovenia. Este evident faptul că acest fapt este o indicație a potențialului risc asociat cu activele denominate în lei.



Sursa: Buletinele lunare ale BNR

**Figura 5.2 Componenta valutară în masa monetară M2**

Substituția de monedă pe partea de active confirmă nivelul relativ scăzut de încredere pe care populația îl are în leu și care duce, în mod inevitabil, la o volatilitate crescută a cererii banilor, fapt ce face ca managementul politicii monetare să fie mai dificil de realizat.

Literatura recentă ce abordează crizele financiare se concentrează pe partea de pasiv a bilanțurilor financiare ale agenților economici, așa numita *dolarizare a pasivelor*,

<sup>24</sup> Trebuie menționat că indicatorul utilizat pentru estimarea fenomenului de substituire a monedei ar putea minimaliza oarecum amploarea adevăratului fenomen din moment ce aceasta măsură nu include și valuta în circulație – datorită dificultăților de măsurare a acestora din urmă.

reliefând situația în care riscurile financiare sunt asociate cu datoriile agenților publici și privați exprimate într-o altă monedă decât cea domestică. Acest fenomen este diferit față de substituția de monedă și trebuie abordată corespunzător. (Reinhart et. al. 2003). Într-adevăr, riscuri diferite sunt asociate cu o datorie semnificativă în valută, în special atunci când moneda domestică se depreciază în raport cu valuta în care a fost contractată datoria. În mod evident o depreciere a monedei domestice va crea tensiuni adiționale asupra serviciului datoriei. În plus, atunci când activele unor bănci sau companii sunt denominate în moneda locală, o depreciere a acesteia duce la activelor nete; ca o consecință, sectorul privat poate să-și reducă volumul de investiții ceea ce duce la o reducere a cererii totale accentuând și mai mult criza (vezi de exemplu *efectul de bilanț*, Aghion et al. 2001; Jeanne și Zettlemeyer, 2002).

Mulți economiști sunt de acord că, odată cu creșterea mobilității internaționale a capitalului, acest ‘păcat originar’ (i.e. datorii publice și private exprimate în valută) a fost la originea crizelor financiare ce a afectat țările în curs de dezvoltare în anii 90 și că guvernele ar trebui să intervină mai activ pentru a controla proliferarea acestor dezechilibre (vezi Daianu și Vranceanu, 2003).

#### **5.1.4 Sectorul informal și cererea de bani**

Un element ce creează probleme suplimentare în procesul de previziune al efectelor politicii monetare asupra cererii agregate este existența sectorului informal. Acesta explică parțial de ce cererea de bani este atât de importantă în economia românească.

Activitățile economice informale sunt definite aici ca fiind cele pe care agenții economici nu le înregistrează. Acestea sunt de obicei fie rezultatul neînregistrării unor unități sau activități de producție fie nedeclararea corectă a veniturilor din aceste activități de producție. Există numeroase studii ce au încercat să estimeze dimensiunea sectorului informal în România (Albu et al. 1998; Ciupagea, 2001; Albu et al., 2001; French et al., 1999). Din acestea reiese că, în 1998 de exemplu, mărimea sectorului informal putea fi oriunde între 23% și 36% din PIB, în funcție de ipotezele de lucru utilizate pentru estimare. În general, mărimea sectorului informal pare să fi urmat o tendință crescătoare, de la 9% în 1993 la un (posibil) 42% în 2000.

Explicații referitoare la cauzele care au generat acest fenomen pot fi multiple. Totuși, trei dintre ele merită reliefate. În primul rând decizia agenților economici de a opera în sectorul informal este un răspuns firesc la povara fiscală excesivă<sup>25</sup>. Chiar dacă, nivelul taxelor în general nu este foarte ridicat în România, contribuțiile la asigurările sociale sunt printre cele mai ridicate din Europa ; acest fapt creează o motivație în plus pentru agenții economici să opereze în sectorul informal pentru a-și crește veniturile<sup>26</sup>. Companiile tind de asemenea să prezinte o situație distorsionată a volumelor de export în timp ce o mare parte din tranzacțiile domestice nu sunt înregistrate.

În al doilea rând, un sistem regulator complicat în diverse piețe a condus la apariția unui larg aparat birocratic. Ca o consecință un număr din ce în ce mai mare de companii au decis să opereze în sectorul informal din dorința de a evita barierele administrative și corupția.

În al treilea rând, gradul de încredere redus în sistemul bancar împreună cu penuria ofertei de instrumente financiare a dus la creșterea probabilității ca agenții economici să intre în tranzacții informale cu bani lichizi.

Din punct de vedere al politicii monetare existența unui sector informal cu o pondere mare în PIB duce la creșterea cererii de bani (atât pentru lei cât și pentru valută). Aceasta se schimbă funcție de schimbările în factorii ce afectează sectorul informal.

## **5.2 Arieratele și povara fiscală**

Coordonarea politicilor monetare și fiscale este crucială în asigurarea stabilității macroeconomice (Mishkin, 2001). Dat fiind obiectivul politicii monetare de a asigura stabilitatea prețurilor, politica fiscală va fi constrânsă într-un mod semnificativ deoarece va trebui să asigure o optimizare a veniturilor din taxe, un buget ce poate fi susținut și o consistență între datoria publică și masa monetară. În România politica fiscală a fost mai degrabă restrictivă în ultimii ani. Deficitul bugetar general a fost redus de la 5.4% (excluzând veniturile din privatizări) din PIB în 1998 la aproximativ 2.4% din PIB în

---

<sup>25</sup> Un nou cod fiscal care ar urma să considere o reducere a impozitului pe venit este prevăzut să intre în vigoare în 2005.

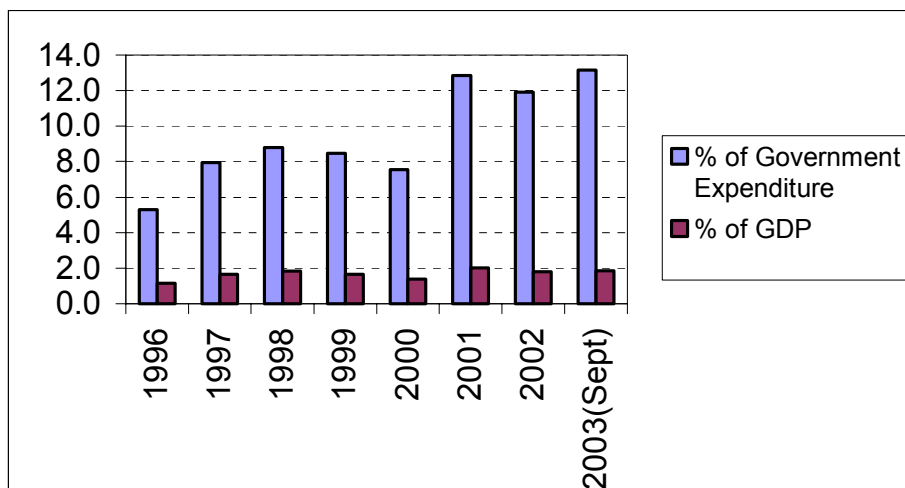
<sup>26</sup> O mențiune trebuie făcută aici în legătură cu sectorul agricol. În România raportul dintre numărul de angajați în agricultură și numărul total de angajați în economie este foarte mare. O estimare a Eurostat pentru anul 2001 indică o valoare de 44.5%. Deși sectorul agricol contribuie la PIB cu numai 12%, aproape 85% din angajații în agricultură nu câștigă un salariu propriu-zis. Aproape toate activitățile acestora au loc în sectorul informal.



2003. Oricât de bine ar arăta aceste figuri pe hârtie, în practică situația este mai serioasă, în principal din doua motive.

Primul este legat de criza din *sistemul asigurărilor sociale*. In cadrul acestuia sistemul de pensii se află probabil în cea mai precară stare și, dacă nu se vor lua măsuri de remediere într-un timp scurt este greu de imaginat cum va putea fi evitat un colaps. In 2001, România a avut oficial 0.63 angajați pentru fiecare pensionar. (Trebuie menționat totuși ca această figură este distorsionată datorită faptului că, dintr-o populație de 11 milioane numai 4.5 milioane par a fi angajați. Ținând cont că mai puțin de 1 milion sunt șomeri rezultă că restul forței de muncă lucrează fie în străinătate fie în sectorul informal. De asemenea nu trebuie uitată populația din mediul rural, majoritatea căruia lucrează în agricultură). In comparație numărul de angajați raportat la pensionari în vestul Europei, deja considerat a fi în zona de pericol, este de 4 la 1 și este de așteptat sa scadă până la 2 la 1 în 2040.

Din anul 1996, ponderea cheltuielilor legate de pensii în totalul cheltuielilor bugetare a crescut de la 5.2% la 13.3% în septembrie 2003 (Figura 5.3). Costurile legate de sistemul de pensii e de presupus că vor continua să exercite presiuni asupra bugetului și în anii care vin. Această stare de fapt este de așteptat sa se înrăutățească datorită ratei natalității scăzute și creșterea fenomenului emigraționist odată cu aderarea la UE.



Sursa: Buletine lunare ale BNR

Figura 5.3. Cheltuielile legate de pensii

Restructurarea sistemului de pensii necesită schimbarea actualului sistem – în care cheltuielile cu pensiile din fiecare an sunt finanțate de încasările la buget din același an.

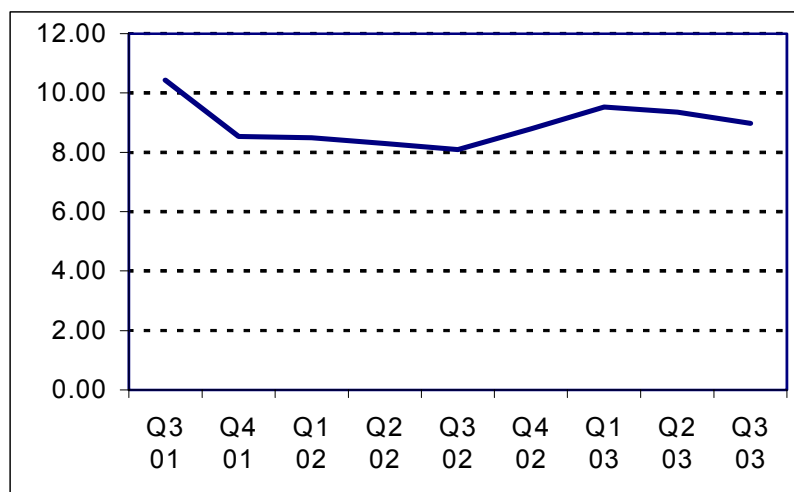
Cu toate că există un proiect de lege pregătit de către Ministerul Muncii și Solidarității Sociale, progresul făcut în ceea ce privește adoptarea legislației a fost relativ limitat până în prezent. Proiectul de lege are în vedere introducerea a trei piloni, primul bazat pe un sistem public obligatoriu, al doilea ar urma să introducă pensiile private în timp ce al treilea pilon ar considera contribuțiile voluntare ale angajaților la fonduri de pensii corporative.

Introducerea acestor schimbări va avea un impact asupra deciziilor de investiție și de economisire ale agenților economici. Odată cu apariția fondurilor de pensii private sistemul financiar din România ar urma să devină mai diversificat, și probabil mai sănătos, fapt ce va consolida unul din canalele de influență ale politicii monetare. Trebuie menționat că aspectele legate de supervizarea și cadrul legislativ al fondurilor de pensii sunt elemente de o deosebită importanță, dată fiind istoria recentă a prăbușirilor unor fonduri de investiții și bănci în România.

Cel de-al doilea aspect este constituit de indisciplina financiară care continuă să persiste în sistem. Încă începând din 1990 întreprinderile ce au avut pierderi, în special companiile de stat și utilitățile pulice, au acumulat un nivel ridicat de arierate. Impăământenirea unei astfel de culturi în care neplata datoriilor la utilități și la buget a fost tolerată, a echivalat în fapt cu acordarea de subsidii importante de la buget. Un element important a fost inflația, care a ajutat aceste companii să supraviețuiască, mascându-le astfel ineficiența; rata ridicată a inflației a redus în termeni reali datoriile (arieratele) debitorilor. Ca o consecință resursele nu au fost în mod consistent alocate către cei mai productivi agenți economici acest fapt având un efect negativ asupra eficienței globale. Urmarea a fost o creștere substanțială a deficitelor cvasifiscale ce creează potențiale presiuni asupra finanțelor publice.

Pentru a rezolva această situație în 2001 guvernul a emis o ordonanță de urgență (OUG nr. 79/2001), care stabilește cadrul legal de monitorizare a disciplinei financiare a 86 de mari debitori. Scopul urmărit a fost de a reduce volumul arieratelor printr-un program lunar de supraveghere a cheltuielilor cu salariile, datoriilor și pierderilor ale

acestor companii. În ciuda acestor măsuri, mărimea arieratelor companiilor monitorizate de MFP, ca procent din PIB, a fluctuat în jurul valorii de 9% (Figura 4.4).

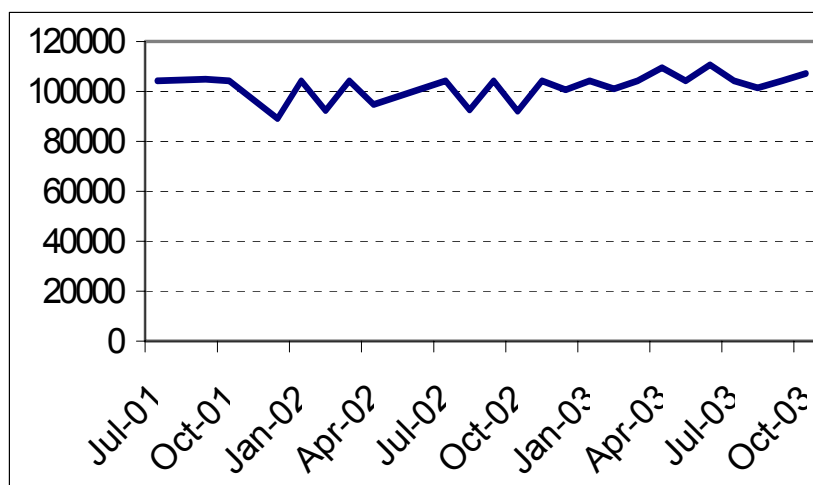


Sursa: Calcule făcute de autori bazate pe datele de la Ministerul Finanțelor.

**Figura 5.4. Arieratele companiilor monitorizate ca procent din PIB**

O mare parte din aceste arierate se regasesc în sectorul energetic. O rată scăzută a încasărilor și politica companiilor din acest sector de a menține prețurile sub costurile curente a dus la acumularea unor deficite cvasifiscale importante. (Cosse, 2003). Mai mult, chiar dacă numărul companiilor monitorizate s-a redus, volumul arieratelor pare să fi crescut în termeni reali în aceeași perioadă. (Figura 5.5).<sup>27</sup>

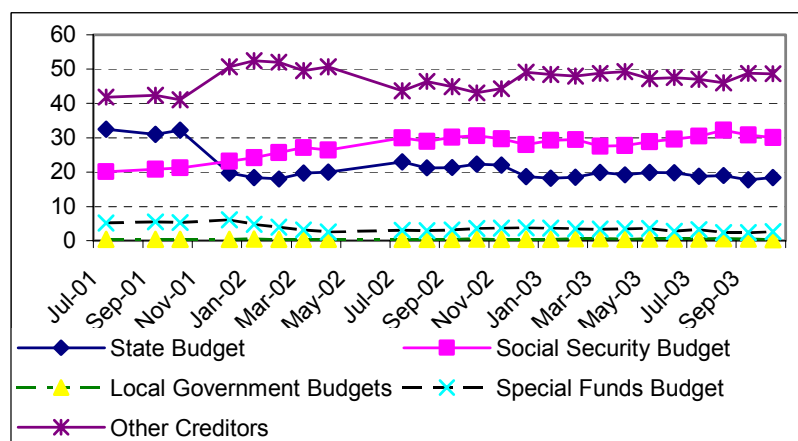
<sup>27</sup> Din cele 86 de companii aflate pe lista de monitorizare la data de 31 iulie 2001, când practic acest program a început să fie implementat, numai 73 au mai rămas pe această listă în octombrie 2003. În această perioadă unele dintre ele au fost subiectul unor re-evaluări ori anulări ale datoriilor în contextul privatizării sau restructurării.



Sursa: Calcule făcute de autori bazate pe datele de la Ministerul Finanțelor

**Figura 5.5 Arieratele companiilor monitorizate, prețuri iulie 2001, Miliarde lei**

Volumul arieratelor la bugetul general consolidat a urmat de asemenea o tendință crescătoare în 2003 (Figura 5.6). Ceea ce este mai îngrijorător însă este faptul că aceste creșteri au avut loc în ciuda eforturilor guvernului de a îmbunătăți procentul de colectare a taxelor.



Sursa: Calcule făcute de autori bazate pe datele de la Ministerul Finanțelor

**Figura 5.6 Arieratele companiilor monitorizate, % din total**

Având în vedere lipsa de progres de până acum în activitatea de impunere a disciplinei financiare și comerciale la întreprinderile de stat și utilitățile publice este

dificil de prevăzut un orizont de timp în care nivelul arieratelor ar putea fi adus sub control. În caz contrar, potențialul pericol pe care aceste arierate îl au indirect asupra bugetului poate pune în pericol stabilitatea macroeconomică. În principiu există două căi prin care nivelul arieratelor (și al deficitelor cvasifiscale) poate fi adus sub control, prin îmbunătățirea colectării taxelor și ameliorarea administrării întreprinderilor. În ceea ce privește prima soluție pare să existe ceva progrese. Plățile întreprinderilor de stat -care sunt de fapt cauza acestor probleme – par să fi urmat o tendință crescătoare în 2003.

Responsabilitatea privatizării industriale este împărțită între Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului (APAPS) și Ministerul Economiei și Comerțului (MEC). MEC deține aproape 80% din totalul activelor de stat, majoritatea dintre acestea aflându-se în sectorul energetic<sup>28</sup>. Deoarece tarifele la energie, care sunt indexate la rata de schimb a dolarului, sunt sub nivelul recuperării costurilor, sectorul energetic a acumulat pierderi uriașe (vezi de asemenea Cosse, 2003). Aceste pierderi au fost accentuate în prima jumătate a lui 2003 datorită creșterilor prețurilor carburanților pe piețele mondiale (parțial compensate de către un dolar slab). Cu toate că guvernul și FMI au agreeat un calendar pentru liberalizarea prețurilor la energia electrică, există întârzieri în implementarea acestuia.

### **5.3 Factori externi**

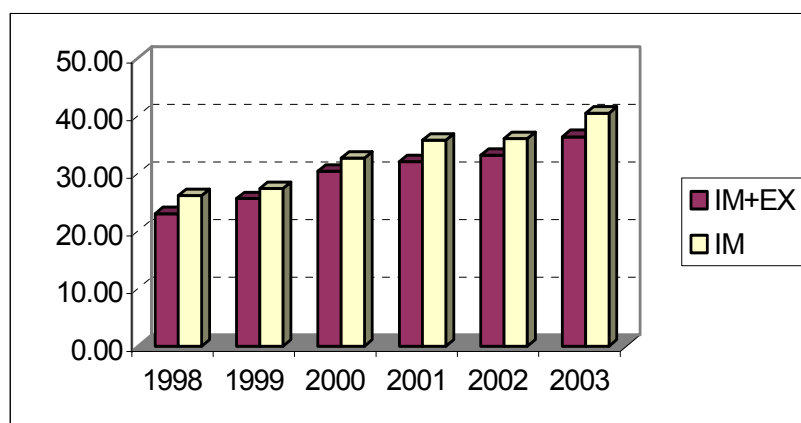
Deoarece România e o economie deschisă, rata de schimb este cel mai important canal de transmitere a impulsurilor monetare datorită faptului că, în contrast cu alte canale, sunt afectate atât cererea agregată cât și oferta. O depreciere a ratei de schimb, cauzată de o relaxare a politicii monetare de exemplu, poate induce o creștere a prețurilor domestice de către agenții economici chiar și în lipsa unei creșteri a cererii agregate. Mai mult, din moment ce informația legată de rata de schimb este disponibilă instantaneu pe piețele de capital, nivelul salariilor și prețurilor tinde să se ajusteze înainte ca schimbările generate de variațiile în prețul importurilor să afecteze structura de costuri. Această caracteristică este o trăsătură generală în economiile ce au o istorie inflaționistă, cum este

---

<sup>28</sup> Utilitățile energetice cumulează mai mult de 70% din activele totale deținute de stat.

cea a României, unde schimbările în rata de schimb sunt percepute ca fiind un indicator al schimbărilor prețurilor produselor exportate.

Cu cât o economie este mai deschisă cu atât va fi mai mare impactul pe care variațiile în rata de schimb le vor avea asupra prețurilor domestice. Unul din indicatorii ce măsoară *gradul de deschidere* este dat de componenta medie a comerțului exterior în PIB<sup>29</sup>. În România, acest procent a crescut constant din 1998, de la 23% la aproximativ 36% în 2003 (Figura 5.7) sugerând accentuarea fenomenului de integrare a economiei românești în cea mondială.



Sursa: Buletine lunare ale BNR

**Figura 5.7. Procentajul balanței comerciale în PIB**

Chiar dacă aceste date indică faptul că economia românească este una dintre economiile cel mai puțin deschise dintre țările candidate, totuși procentul volumului schimburilor comerciale în PIB este mai ridicat decât media țărilor din zona euro. (Conform ‘Transition Report’ al BERD din 1999 acest procent a fost de 45%.)

UE este cel mai mare partener de schimburi comerciale al României, în 2002 componenta importurilor destinate către UE a fost de 58.1% din totalul importurilor în timp ce 67.1% din exporturile României au luat drumul UE. Politica BNR de a urmări o apreciere reală modestă a leului împreună cu creșterea remarcabilă a creditului domestic au dus la o creștere a deficitului de cont curent - care a atins 5.8% din PIB în 2003.

<sup>29</sup> Exporturi plus importuri împărțite la 2 ca procent din PIB.

Această situație a făcut ca BNR să amâne planurile de liberalizare a *contului de capital*. Printre operațiile avute în vedere să fie liberalizate la sfârșitul lui 2003 erau tranzacțiile rezidenților cu valori mobiliare pe piețele internaționale, împrumuturi financiare și credite pe termen scurt (acordate rezidenților de către nerezidenți) precum și posibilitatea oferită nerezidenților de a deschide depozite în lei și de a tranzacționa valori mobiliare pe piața domestică<sup>30</sup>.

Procedura de liberalizare completă a contului de capital, mai cu seamă în ceea ce privește timingul, este foarte importantă. O deschidere prematură a contului de capital ar putea să genereze o criză financiară dacă alte criterii macroeconomice nu sunt îndeplinite mai întâi (Daianu și Vranceanu, 2003). Într-o economie mică deschisă cum este România rata globală a dobânzii este dată. Fluxurile de fonduri speculative externe tind să profite de diferențialul ratei dobânzii, permițându-le astfel investitorilor străini să exploateze oportunitățile de arbitraj. Acest fapt ar face ca economia României să devină o potențială țintă dat fiind nivelul ridicat al ratei reale a dobânzii, ceea ce asigură realizarea unui câștig speculativ.

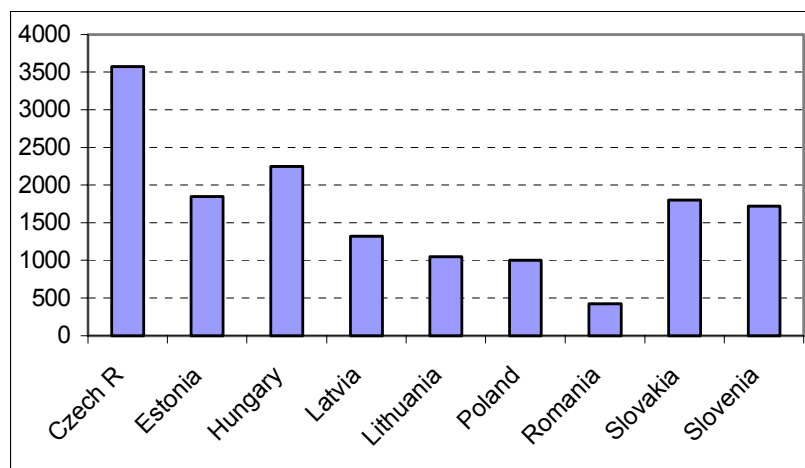
Diversificarea relativ redusă a instrumentelor tranzacționate pe piețele financiare din România ar putea să limiteze aceste influxuri de capital speculative. Bursa de Valori București (BVB) are o capitalizare redusă (6 % la sfârșitul lui 2003). Piața obligațiunilor este de asemenea într-un stadiu incipient, lansarea de obligațiuni corporatiste fiind practic absentă. Obligațiunile guvernamentale sunt printre cele mai tranzacționate dar politica fiscală restrictivă a impus până acum o limită la volumul acestora ce ar putea fi emis. (O parte din datoria guvernamentală este denominată în euro). Totuși, ținând cont că paleta de instrumente financiare se va îmbogăți în anii ce vin, amenințarea influxurilor de capital străine rămâne reală.

Ca și în alte economii în tranziție, în România productivitatea capitalului per angajat este redusă. Dat fiind nivelul scăzut al veniturilor și rata scăzută a economisirii, pentru acumularea de capital, România este dependentă de investițiile străine. Până în prezent tendința investițiilor străine directe (ISD) a fost mai degrabă dezamăgitoare. Din

---

<sup>30</sup> Unele dintre controalele contului de capital au fost schimbate. De exemplu, începând cu 2004 rezidenții vor putea scoate din țară orice sumă de valută cu condiția să declare sumele ce depășesc 10,000 euro.

1989, nivelul cumulativ al acestora pe cap de locuitor a fost foarte scăzut în comparație cu alte țări candidate (Figura 5.8).

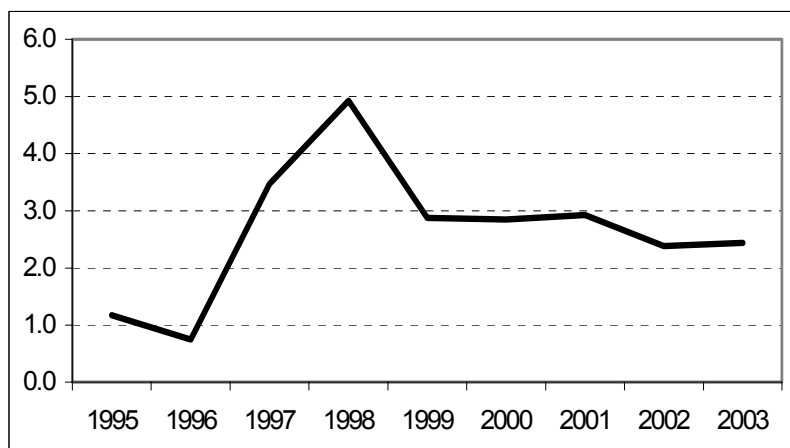


**Figura 5.8. Investițiile străine directe cumulate pe cap de locuitor, 1989-2002 (USD)**

Sursa: BERD

Mai mult, procentul investițiilor străine directe în PIB a avut o tendință descrescătoare din 1998 (Figura 4.9). Impactul pe care influxul de capital îl are asupra economiei se manifestă nu numai prin adoptarea de noi tehnologii dar și prin impunerea disciplinei financiare care este atât de importantă pentru o funcționare eficientă a economiei de piață. Privit din această perspectivă, nivelul scăzut al ISD reflectă percepția investitorilor străini despre mediul de afaceri România. Trebuie menționat totuși ca această percepție pare să se fi schimbat în ultima perioadă în urma creșterii economice și a îmbunătățirii riscului de țară acordat de agențiile internaționale de rating.





Sursa: Buletine lunare ale BNR

**Figura 5.9. Net ISD ca % din PIB**

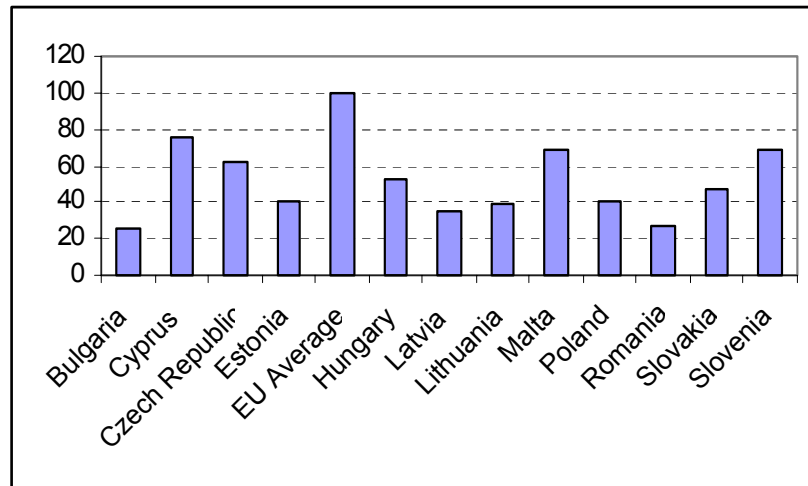
În concluzie, economia României are câteva caracteristici distincte ce necesită o evaluare atentă în procesul de implementare a politicilor monetare și de rată de schimb. Nivelul ridicat al arieratelor și presiunile potențiale viitoare asupra bugetului, cum ar fi costul ridicat al cheltuielilor cu pensiile sau cele legate de aderarea la UE, necesită o coordonare a acestor politici cu politica fiscală.

## **6. OBIECTIVELE POLITICII MONETARE ÎN VEDEREA ADERĂRII LA UE**

### **6.1 Cerințele relevante ale UE pentru obținerea criteriului de membru**

În august 2003 guvernul român a înaintat către CE cel de-al treilea program economic de pre-aderare, negociat în prealabil cu o serie de instituții locale. Programul reafirmă angajamentele guvernului pentru continuarea reformei economice. În timp ce puțini pun la îndoială dorința politică a guvernului de aderare la UE, mulți pun sub semnul întrebării abilitatea acestuia de a îndeplini până la capăt reformele asumate conform programului stabilit – mai cu seamă ca 2004 este și an electoral.

Problema este că politica monetară nu poate acționa de una singură pentru realizarea convergenței nominale și reale cu UE, politicile monetară și fiscală trebuie coordonate pentru îndeplinirea acestui obiectiv. Ultimele date de la Eurostat arată că în termeni de produs intern brut pe cap de locuitor România și Bulgaria se află în urma altor membri ai UE (Figura 6.1).



Sursa: Eurostat

**Figura 6.1. PIB pe cap de locuitor ca procent din media UE pentru țările candidate în 2002.**

Din acest punct de vedere nu pare surprinzător faptul că una din prioritățile principale ale României e să realizeze o creștere economică durabilă ce i-ar permite să reducă diferența față de alte membre ale UE. Aceasta este însă posibil numai dacă o serie de alte pre-condiții sunt îndeplinite mai întâi – cum ar fi disciplina financiară, stabilizarea macroeconomică, dezvoltarea sistemului financiar și îmbunătățirea climatului de afaceri. Si aici România mai are multe de făcut. Ceea ce este însă foarte important este ca România sa-și mențină obiectivele stabilite în calendarul de aderare la UE. Oricât de dificil ar fi acest lucru, este important din cel puțin două puncte de vedere. În primul rând, după cum sugerează și istoria recentă a României, procesul de implementare a reformelor s-a desfășurat încet în absența presiunilor externe. Monitorizarea continuă a programelor instituțiilor financiare externe și UE au jucat un rol important în

implementarea reformelor și ulterior asigurarea continuității lor<sup>31</sup>. În al doilea rând, mai devreme sau mai târziu aceste reforme ar fi trebuit să fie implementate oricum. Termenul limită impus de aderarea la UE nu face decât să asigure că aceste reforme sunt implementate mai devreme, în esență prin constrângerea guvernului de a le implementa. România nu își poate permite să piardă această șansă, mai cu seamă când UE și-a exprimat dorința de a accepta noi membri. O amânare a datei de aderare la UE ar putea duce la o realiniere a expectațiilor domestice – care sunt deja formate pentru aderarea României la UE în 2007 – iar acest fapt ar putea avea efecte macroeconomice nedorite.

Condițiile aderării la UE sunt date de criteriile de la Copenhaga. În esență acestea impun adoptarea Acquis, cadrul legislativ al UE. Evident că în acest proces există costuri și beneficii dar pe termen lung efectul beneficiilor va fi predominant. În mod cert acesta a fost rezultatul în cazul Portugaliei, Spaniei și mai cu seamă a Irlandei, toate având creșteri economice rapide imediat ce au devenit membri UE. În afară de asta UE în 2007 ar putea avea o altă formă decât cea curentă. Neînțelegerile dintre unii membri ai UE rezultate din discuțiile asupra viitoarei constituții împreună cu referințe voalate sugerând crearea unui grup ‘de baza’ a UE nu sunt prea încurajatoare în acest sens. Indiferent ce forma va avea UE în 2007, pentru România ar fi indicat să devină membru. Adoptarea euro ca monedă națională însă, este o altă poveste iar realizarea acestui obiectiv nu pare fezabilă în viitorul apropiat, cel puțin până când deficiențele structurale ale României nu sunt rezolvate.

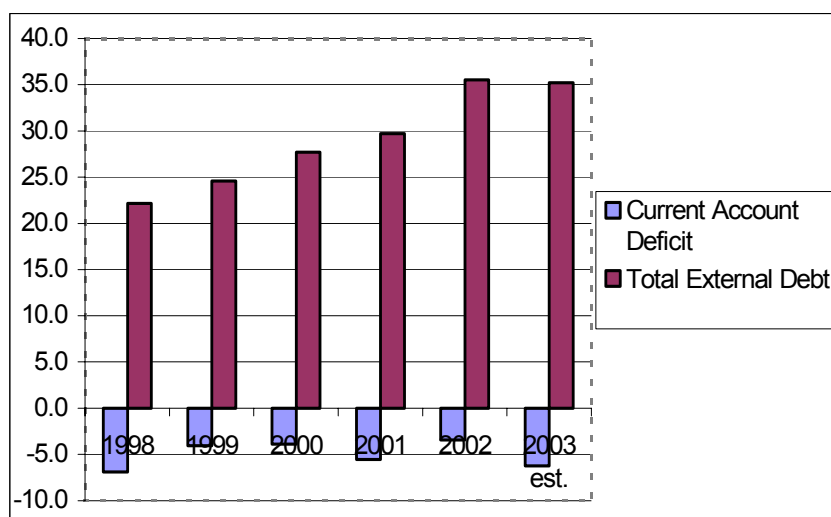
## **6.2 Balanța de plăți externe și restricțiile ei**

Evoluția deficitului de cont curent a fost folosită de investitori de cele mai multe ori ca o regulă generală, de bun simț, pentru a reevalua investițiile într-o anumită țară. O analiză efectuată de Caroline Freund pe un eșantion de 25 de țări dezvoltate care au experimentat ajustări semnificative ale deficitului de cont curent a relevat faptul că

---

<sup>31</sup> Trebuie remarcat că nu toate sugestiile venite din partea instituțiilor financiare externe sunt optime de urmat. Politica taxelor și liberalizarea contului curent sau procesul de privatizare fără o analiză atentă a cadrului regulator sunt exemple în acest sens.

deficitele încep să-și inverseze trendul după ce depășesc 5% din PIB. Astfel de ajustări au fost de obicei însoțite de o devalorizare cu 10-20% a ratei reale de schimb. Totuși, considerarea strictă doar a datelor referitoare la contul curent s-a dovedit a fi o abordare prea restrictivă pentru țările cu un nivel scăzut al datoriei externe și una prea relaxată pentru cele cu datorii mari. Pentru a înlătura aceste neajunsuri, investitorii privați au început să analizeze și datoria externă – care ar trebui, în viziunea lor, să acopere 50-60% din PIB - în loc să fie preocupați doar de contul curent. (Kaune, 1997). Ce ar însemna acest lucru pentru România? Imaginea contului curent este mai sumbră în ultima perioadă, ceea ce nu se poate spune și despre datoria externă (Figura 6.3).

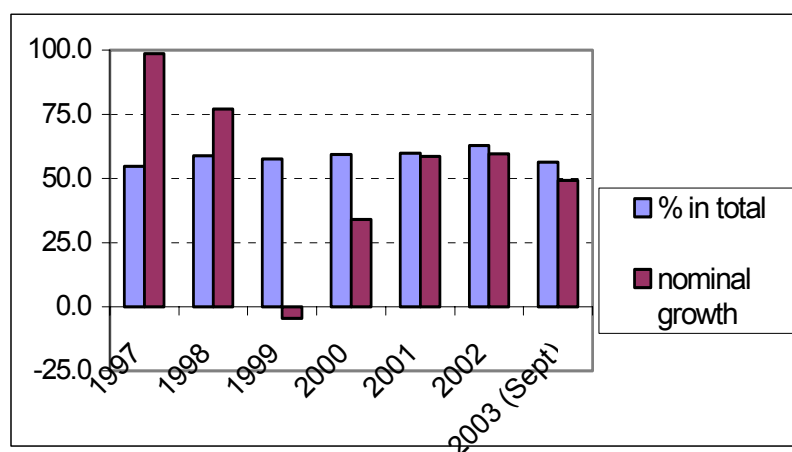


Sursa: FMI

**Figura 6.3 Deficitul Contului Curent și Datoria Externă ca pondere în PIB**

Deși datoria externă a continuat să crească din 1998, cifra estimată pentru 2003 arată că ea este doar 35% din PIB, mai mică decât limita superioară acceptabilă pentru investitorii privați. Totuși, nu trebuie uitat nici faptul că problemele din anii '90 din America Latină (Mexic, Argentina) au dispărut în momentul în care datoria externă a coborât sub pragul de 40% din PIB. Raportul datorie publică la PIB nu este doar un indicator al capacității de suportare a datoriei, dar și unul care arată volatilitatea fluxului veniturilor. Cu cât mai mare este această volatilitate, cu atât mai mic e nivelul suportabil al datoriei externe (Besancenot et al. 2004).

Accentuarea recentă a deficitului contului curent reflectă, în esență, excesul cererii interne. Cererea pentru credite, stimulată și de scăderea ratei dobânzii, în special cea la creditele în valută, a fost unul din factorii care au alimentat cererea internă<sup>32</sup>. Figura 6.4. demonstrează că disponibilitatea datoriei neguvernamentale în valută a fost serios redusă în 1999, după colapsurile înregistrate în sistemul bancar, dar și-a început trendul crescător după aceea.



Sursa: Buletinul Lunar BNR

**Figura 6.4. Datoria Neguvernamentală în valută**

Măsurile recent implementate de BNR și de Ministerul Finanțelor care au avut drept scop reducerea cererii private pentru creditul de consum au eficiență limitată. Inabuşirea cererii interne nu este îndeajuns; e nevoie de implementare de politici care vor permite cererii în exces să fie corelată cu investițiile. Mai mult, această măsură protectivă – de a reduce cererea internă pentru credit- este o soluție doar pe termen scurt. După cum e menționat în capitolul 4, BNR s-a opus aprecierii leului (ROL) prin cumpărarea de valută (dolar, Euro) în perioada 1999-mijlocul anului 2002, și a încercat să sterilizeze aceste intervenții (începând cu 2001) pentru a preveni creșterea de ofertă monetară (vezi Figura 6.2). Această măsură a avut sens în contextul în care o altă prioritate a BNR a fost să

<sup>32</sup> O rată de schimb ROL/USD relativ stabilă, o apreciere reală a ROL-ului și diferențialul ratei dobânzii la creditele în ROL și cele în USD în ultimul an, a făcut ca creditul în USD să fie mai ieftin ca cel în ROL..

aducă rezerva valutară la un nivel acceptabil. De vreme ce acest scop a fost atins, BNR poate lupta împotriva inflației dacă își va reduce intervențiile de pe piața valutară.

Ce se poate face cu costurile sterilizării dacă BNR nu poate fi complet insensibilă la dinamica ratei de schimb? Dată fiind structura particulară a economiei românești, și în special fragilitatea ei financiară, poate fi utilă instituirea unor măsuri de control pe piața de capital a fluxurilor de capital pe termen scurt. Experiența demonstrează că în perioade de criză aceste fluxuri de capital sunt foarte volatile iar mișcarea lor poate adânci și mai mult criza. Astfel, dacă nu există substituție perfectă între intrările de capital pe termen scurt și lung, taxarea intrărilor pe termen scurt (de exemplu, prin introducerea unui depozit neremunerat – măsură de tip Chile) ar diminua aprecierea excesivă a leului (ROL).

Economia unei țări ar fi subiectul unei instabilități financiare relativ modeste dacă fluxurile de capital străine ar finanța proiectele de investiții ce aduc profituri mari. Situația poate fi diferită dacă agenții privați se împrumută extern pentru a-și finanța consumul. În contextul românesc, trebuie observat că în 2003 creditul de consum a crescut într-un ritm foarte rapid (cu aproximativ 300% într-un an). Trebuie însă recunoscut și faptul că acest credit reprezintă doar 20% din creditul neguvernamental (aproximativ 2.4% din PIB).

Multe din aceste credite sunt denominate în valuta, fapt ce impune riscuri suplimentare celor ce se împrumută în situația când leul s-ar deprecia masiv (companiile din sectorul necomercial și persoanele particulare sunt cele mai expuse la acest risc dat fiind că venitul lor este exprimat în monedă locală).

Așadar, unele bănci, care au reguli de prudență interne mai puțin stricte, s-ar putea să întâmpine dificultăți în viitor; în acest caz, sistemul bancar în totalitate ar putea avea de suferit. Alt aspect ce produce îngrijorare este cel mai sus menționat, legat de deficitul contului curent care s-ar putea apropia de un nivel critic ce poate declanșa o pierdere a încrederii investitorilor internaționali în poziția financiară a României și o inversare a fluxurilor de capital. În cazul în care investițiile străine directe (ISD) nu finanțează deficitul într-o măsură mai mare și dacă intrările de capital nu devin mai puțin speculative, un deficit ce depășește 6.5% din PIB va submina credibilitatea politicii

monetare și va pava drumul cu surprize neplăcute<sup>33</sup>. Acest lucru ar fi destul de ironic, considerând recentele serii de creșteri de ratinguri acordate României de către principalele agenții internaționale.

În lumina acestor evoluții pe piața creditelor, date fiind eforturile BNR de a preveni aprecierea excesivă a ROL-ului, limitarea creditului intern, în special pe cel în dolari, cu scop de consum, poate fi o variantă utilă pentru controlul influxurilor de capital străin, care ar putea sprijini un ROL mai slab și se va opune instabilității financiare.

### **6.3 Creșterea economică și o dezinflație de durată**

Manualele de economie sugerează că creșterea economică poate apărea fie din schimbări în productivitatea capitalului, a muncii, a tehnologiei sau a unei combinații a acestora. Dat fiind faptul că România este o economie mică deschisă cu un nivel tehnologic și productivitate scăzute (în comparație cu țările din UE), transferul tehnologiei și al capitalului ar trebui să ducă la creștere economică rapidă. Pe măsura intrării capitalurilor în economie, creșterea productivității va antrena mărirea salariilor și într-un final a prețurilor, conducând apoi la o apreciere reală a cursului de schimb al monedei naționale.

Întrebarea care apare în acest context este cât de repede ar trebui România să aducă inflația la normele EU fără a suferi o pierdere excesivă de producție. Dezinflația va afecta în mod evident întreprinderile de stat cu pierderi mari care până în prezent au văzut cum datoriile lor în termeni reali au fost sistematic reduse din cauza inflației. Ramase fără acest grad de libertate, e foarte probabil ca ele să fie scoase de pe piață. Dar aceste costuri ar fi trebuit să fi fost prevăzute atât de către BNR cât și de Ministerul Finanțelor Publice atunci când au agreat nivelul țintit al inflației. E nevoie atât de o abordare prudentă a dezinflației cât și de o politică monetară credibilă pentru a evita un eșec masiv care s-a înregistrat în Cehia, Ungaria și Polonia atunci când băncile centrale din aceste țări și

---

<sup>33</sup> După părerea noastră ar fi o greșală să se utilizeze sumele provenind din privatizarea marilor întreprinderi pentru a finanța deficite semnificative ale contului curent, cu excepția cazurilor în care aceste deficite apar ca urmare a unor evenimente extraordinare sau se leagă de proiecte cheie de infrastructură.

guvernele lor nu au putut evita tensiunile apărute la compensarea vitezei dezinflației cu ritmul lent al creșterii economice.

Creșterea relativ rapidă a cererii interne, creșterea prețurilor de import (datorate în mare măsură aprecierii Euro) și structura de tip monopol a anumitor industrii, în special a celei energetice, ar putea submina politica de dezinflație a BNR. În mod alternativ, o întoarcere la un dolar (USD) puternic ar ajuta dezinflația.

Câteodată, dezinflația rapidă poate apărea ca o consecință a unor șocuri temporale externe ca scăderi mari ale prețurilor bunurilor. Orice încercare de a bloca în mod permanent dezinflația ar fi o eroare întrucât reversarea prețurilor bunurilor va apărea oricum, atunci când cererea globală de mărfuri își va reveni. Similar, BNR ar risca dacă ar încerca să compenseze temporar șocurile ofertei care deraiază dezinflația de la drumul previzionat.

În orice caz, îngrijorări excesive legate de rația de sacrificiu nu par să se aplice economiilor în tranziție, chiar dacă rezervele de eficiență sunt importante (Cottarelli și Doyle, 1999). În România, dezinflația din ultimii ani s-a realizat fără o pierdere (aparentă) de producție. Rămâne de văzut ce se va întâmpla în perioada viitoare, când o rată a inflației de o singură cifră nu va mai diminua arieratele în termeni reali, după cum s-a întâmplat în trecut.

#### **6.4 Presiunile fiscale specifice UE și riscul monetizării deficitului**

Trebuie remarcat faptul că aderarea la normele și standardele UE va necesita importante resurse bugetare și investiții publice în infrastructură, agricultură, protecția mediului și alte sectoare. Se poate lua ca exemplu îmbunătățirea, extinderea și construirea de puncte de tratament a apelor uzate și de ardere a deșeurilor, rețele de apă potabile și de irigații, etc<sup>34</sup>. În afara acestora, costuri suplimentare vor apărea din plata contribuțiilor la bugetul UE după aderare (aproximativ 800 milioane Euro). Pe de altă parte, în drumul ei spre aderare, România are acces la Fondurile Structurale și de Coeziune; poate beneficia

---

<sup>34</sup> Este adevărat că unele dintre instrumentele de finanțare UE necesită cofinanțare, de exemplu, proiectele pentru infrastructură și cele de mediu. Dar de obicei această cofinanțare e limitată la 75% din cheltuielă publică pentru un anumit proiect.



de transferurile din mecanismele de pre-aderare reprezentate de programele de tip PHASE și SAPARD.

Presupunând diferite intrări de fonduri UE<sup>35</sup> – angajamentele ce reprezintă aproximativ 5% din PIB-ul României – impactul net asupra bugetului este de asemenea variabil<sup>36</sup>. Impactul estimat pentru țările candidate variază între -0.5% până la cesiitatea investițiilor publice în infrastructură și mediu sugerează că un scenariu pesimist este mai potrivit în cazul României. Un cost semnificativ la buget va fi reprezentat de costurile de finanțare a tranziției sistemului actual de pensii. Un studiu recent al lui Fultz (2003) efectuat pe un eșantion de economii demonstrează faptul că cerințele atingerii acestui scop impune presiuni suplimentare bugetului., undeva în limita a 0.5-2.5% din PIB pe an. Ținând cont de acest lucru, devine absolut esențial ca volumul arieratelor să fie drastic redus cât mai curând posibil. Presiunea acestor costuri asupra bugetului ar fi prea greu de suportat. (De vreme ce balanța contului curent este rezultatul economiilor nete din sectoarele public și privat, un deficit bugetar va stimula deficitul extern, lucru care e de evitat). În lipsa deficitului cvasi-fiscal dimensiunea deficitului bugetar va fi mult mai ușor de administrat.

Inregistrarea unui eșec în reducerea mărimii arieratelor până în momentul 2007 va fi un pericol real pentru stabilitatea macroeconomică. După cum deficitul de cont curent par să persiste în următorii ani– și să fie semnificative, în același timp –o situație cu deficite duble (i.e. de cont curent și bugetar) majore ar putea pune în pericol revenirea economiei sau chiar să o arunce în recesiune.

## **7. RECOMANDARI PENTRU POLITICILE ECONOMICE**

O politică de succes care să cuprindă o traiectorie credibilă a dezinflației poate fi implementată cu condiția ca sistemul financiar românesc să continue procesul de modernizare iar reformele structurale să devină mai profunde. În sectorul financiar, acest lucru implică măsuri suplimentare la reforma sectorului bancar și instaurarea unei discipline financiare corporatiste (în special arieratele trebuie reduse în termeni reali).

---

<sup>35</sup> Care e bazat pe o capacitate limitată de a absorbi fonduri..

<sup>36</sup> Există de asemenea problema practica legata de capacitatea Romaniei de a absorbi aceste fonduri.

Politica monetară eficientă care să conducă la dezinflație necesită nu doar un bun sistem financiar dar și o coordonare buna între politica fiscală și cea monetară, pe de o parte și între politica ratei de schimb și cea monetară, pe alta parte.

Pentru a se întări autonomia și credibilitatea BNR trebuie să se reducă semnificativ deficitele cvasi-fiscale (datoria contractată de organizațiile neguvernamentale dar garantată de către stat); în mod special, trebuie găsită o soluție la criza sistemului social; în mod similar, utilitățile publice trebuie să-și îmbunătățească eficiența din punct de vedere economic.

Pe termen mediu, una din prioritățile BNR și a guvernului României trebuie să fie inversarea relației de credit dintre banca centrală (BNR) și băncile comerciale, ceea ce înseamnă obținerea unei structuri specifice tuturor țărilor dezvoltate, în care banca centrală este în poziție de creditor net al sectorului bancar și nu invers. Acest lucru ar fi posibil dacă BNR ar renunța la creșterea depozitelor atrase de la băncile comerciale și apoi ar încerca să le reducă treptat. Reducerea treptată ar fi însoțită de o creștere a masei monetare care ar putea fi de tip inflaționist dacă creșterea producției economice nu e destul de mare și dacă viteza de circulație a masei monetare nu scade. Dacă creșterea economică din România continuă în ritmul alert din ultimii ani (peste 4%) și viteza de circulație a masei monetare descrește, scăderea în resursele atrase de către BNR nu ar trebui să ducă la o inflație excesivă.

## **7.1 Tintirea Inflației**

Unii economiști își pun întrebarea dacă BNR ar trebui să-și fixeze ca obiectiv atât de repede “Tintirea Inflației” la fel cum au făcut Polonia, Ungaria sau Cehia (sau au spus că o fac – dată fiind calitatea slabă a previziunilor lor legate de inflație). Cu doi ani în urmă, un grup de economiști de la BNR s-au gândit că TI ar putea fi adoptată de către Banca Națională până în 2004<sup>37</sup>. Capitolul 3 reamintește principiile de bază ale acestui sistem. E de la sine înțeles că BNR ar trebui să se concentreze doar asupra inflației și mai întâi de toate să își stabilească nivelul țintă. Dar o țintire a inflației reală poate fi implementată de o bancă centrală independentă doar în următoarele condiții:

---

<sup>37</sup> Popa et. Al, 2002

a/ cei care stabilesc politicile economice sunt capabili să facă o previziune condiționată cât mai bună a ratei inflației; și dacă

b/ aceștia au cunoștințe suficiente despre transmiterea impulsurilor monetare care să le permită să își adapteze principalele instrumente astfel încât să aducă previziunea aproape de nivelul țintit pe perioada stabilită.

Toate beneficiile care rezultă din TI din punct de vedere al credibilității și atribuțiilor au la bază aceste condiții. Obținerea unei previziuni condiționate de bună calitate este o sarcină foarte dificilă. Ce se va întâmpla dacă previziunea e eronată? Relația dintre instrumente este în general asumată ca fiind cunoscută; dar această relație este oare bătută în cuie pentru o economie în curs de dezvoltare a unei țări cu o fragilitate structurală ridicată?

În practică, băncile centrale care adoptă TI au nevoie de una (sau mai multe) modele macro-econometrice stabile cu ajutorul cărora să poată previziona inflația și care să le permită să simuleze impactul asupra traiectoriei inflației a oricărei schimbări intervenite în setul de instrumente economice. Este oare realist să credem că o astfel de metodă va fi implementată în România în viitorii ani? Plecând de la premiza că BNR este într-adevăr independentă, care ar fi principalele instrumente ce ar trebui folosite? Probabil ca nimeni nu poate răspunde la această întrebare astăzi. Unii ar putea crede că *rata dobânzii* la resursele atrase de către BNR de la băncile comerciale (așa numitele “depozite atrase”) ar putea deveni acest instrument; totuși, după cum s-a prezentat în capitolul 4, până acum BNR pare încă să se decidă asupra *nivelului* resurselor atrase pe care le obține fără restricție dată fiind rata dobânzii anormal de mare pe care platește pentru aceste depozite. E adevărat că mărimea acestor depozite poate fi un instrument, dar, după cum o dovedește experiența, agenții economici privați nu interpretează cu ușurință aceste ținte cantitative. Mai mult, e posibilă conceperea unui model econometric pentru economia României? Răspunsul e că probabil nu încă. Se poate argumenta că pentru nici o țară din lume nu se pot concepe modele econometrice corecte. E adevărat că toate modelele sunt influențate de erori de estimare; mai mult, parametrii modelelor se schimbă odată cu schimbarea politicilor. Dar nu putem vorbi de același lucru când se estimează un model pentru o economie relativ stabilă (de exemplu Marea Britanie sau

Suedia) și o economie a cărei structură și politici se schimbă permanent. Modelarea econometrică devine aproape imposibilă când structura economiei se schimbă, ceea ce se întâmplă în mod evident în cazul țărilor în tranziție; această dificultate i-a determinat pe oficialii BCE să nu ia în considerare la modul serios posibilitatea creerii unui model macroeconomic pentru zona Euro (în special datorită faptului că adoptarea Euro alterează structura internă a UME). Mai mult, încercările de TI din țările Europei Centrale sunt atât de “vagi” în realitate încât însăși terminologia folosită, de TI, ajunge sub semnul întrebării.

Până în momentul de față, BNR nu a avut la îndemână nici măcar un mijloc elementar de previzionare ca de pildă o curbă a randamentului obligațiunilor, astfel încât trasarea unei triectorii a inflației devine foarte dificilă. Ca un substitut, înainte ca o bază largă de obligațiuni cu scadențe diferite să fie disponibilă, BNR poate implementa o formă de studiu de piață al analiștilor pentru previzionarea inflației. Trebuie ținut cont de faptul că în România este dificil de previzionat nu numai cererea monetară dată fiind ponderea sectorului economic “neoficial”(care nu e acoperit de statisticile oficiale) și deoarece schimbările în expectații îi fac pe agenții privați să oscileze între moneda locală și cea străină, ambele putând fi folosite în mod legal ca monedă de economisire (și chiar ca instrument de tranzacționare)<sup>38</sup>. Masa monetară este de asemenea dificil de monitorizat deoarece jumătate din ea este în valută iar lichiditatea în circulație are de asemenea o pondere mare.

Data fiind această incertitudine, riscurile de a lua decizii pe baza unei previziuni eronate pe doi ani sunt destul de mari. Fără îndoială că credibilitatea băncii centrale nu va fi îmbunătățită în urma deciziilor luate pe baza unui model econometric de proastă calitate, ci dimpotrivă. In momentul de față, BNR se bucură de o credibilitate destul de mare, ca urmare a faptului că a reușit scăderea inflației. Acest capital de credibilitate poate fi subminat dacă previziunile emise de BNR de acum încolo se dovedesc în mod sistematic greșite.

Mai multe bănci centrale din țările dezvoltate care au adoptat TI și-au fixat standarde foarte înalte pentru managementul politicilor monetare: în Suedia, Canada, Marea Britanie, deviația inflației față de țintă sunt destul de mici. Până acum, băncile

---

<sup>38</sup> Antohi și alții (2003) documentează dificultățile întâmpinate de BNR în previzionarea cererii monetare.

centrale din Europa Centrală care au avut ca obiectiv TI au avut rezultate foarte slabe – diferența dintre țintă și inflația reală a fost mare (Jonas and Mishkin, 2003). Atâta vreme cât ele se compară cu primul grup de țări, credibilitatea lor poate doar avea de suferit. Dar dacă o bancă care nu are ca obiectiv TI greșește nivelul țintă al inflației, agenții privați vor accepta mai ușor greșeala iar credibilitatea nu va fi atât de puternic afectată.

Alte probleme create de TI sunt legate de momentul implementării. Dacă România va urma (cu o oarecare întârziere) calea pe care au mers cele mai avansate țări în tranziție (Polonia, Ungaria, Cehia), se va confrunta cu intrări de capital masive în perioada imediat următoare, ceea ce va duce la o apreciere bruscă și reală a monedei locale. Pentru a frâna declinul exporturilor, dintr-un punct de vedere al protecției sociale, ar fi de folos ca rata dobânzii să scadă. Dar agenții independenți și competitivitatea merg în direcție opusă față de inflația scăzută, după cum e necesar în regimul de TI.

Astfel, pentru România, care are o economie în tranziție, credibilitatea băncii centrale poate fi afectată în mod negativ de adoptarea TI, dat fiind faptul că riscul de a lansa previziuni imprecise și de a rata astfel nivelul țintă stabilit este destul de mare. Prin adoptarea unui cadru rigid pentru managementul politicii monetare în contextul în care criteriile pentru buna funcționare ale acestui cadru nu sunt îndeplinite, credibilitatea băncii centrale poate doar avea de suferit.

Din toate motivele menționate mai sus, este destul de nerealist să credem că BNR ar putea/sau ar trebui să adopte un regim autentic de TI în viitorul apropiat.

Această concluzie nu reprezintă însă o dramă. România s-a angajat să adere la UE în 2007 sau în jurul acestei date; trebuie așadar să își pregătească instituțiile monetare și politica pentru alinierea cu zona Euro, astfel încât să fie capabilă să adere la o dată ulterioară și la UME. Din fericire însă, BCE nu este o bancă cu obiectiv TI. Ca și FED (banca centrală a SUA), BCE a ales flexibilitatea, deși are ținte cantitative precise în ceea ce privește inflația. Probabil acesta ar fi cea mai bună alegere și pentru BNR.

Ca și BCE, guvernul României și Banca Centrală ar trebui să declare în mod sistematic angajamentul lor pentru prețuri stabile (după cum sunt ele planificate în principalele legi: Constituție, Statutul BNR, etc). BNR ar trebui să stabilească și un nivel țintă al inflației pe care să-l revizuiască la intervale de timp și care să urmeze o tendință descrescătoare. Anunțarea unei ținte cantitative explicite ar trebui să ajute transparența și

responsabilitatea? politica monetare iar BNR ar trebui să înregistreze progrese pe aceste două baze. Ar fi de folos și pentru fixarea expectațiilor pentru rata inflației, în condițiile în care credibilitate băncii centrale este puternică.

Este foarte important ca BNR să se asigure că instrumentele sale sunt eficiente în controlul inflației. Până acum Banca a controlat baza monetară (exprimată în moneda locală, ROL) prin intermediul cantității resurselor atrase (împrumutate) de la băncile comerciale<sup>39</sup>. Totuși, în contextul unei economii dolarizate, relația dintre masa monetară (care include dolari și Euro) și baza monetară este mult mai slabă.

Intr-un viitor destul de apropiat, BNR poate decide să folosească aceleași instrumente ca și celelalte bănci centrale din economiile în tranziție (Polonia, Ungaria, Cehia) dar mai apropiate de managementul modern al politicilor monetare. În mod special va putea lua în considerare o trecere de la controlul cantitativ al bazei monetare către managementul ratei dobânzii pe termen scurt, unde semnalul relevant pentru abordarea politicii monetare este reprezentată de rata dobânzii la resursele împrumutate (depozitele atrase).

Experiența BNR este relevantă și folositoare în ceea ce privește alte aspecte, după cum s-a menționat; multe studii empirice au demonstrat că BCE nu e indiferentă nici la fluctuațiile activității economice nici la rata de schimb. Se pare că pentru o bancă centrală “flexibilitatea” este un bun cel puțin la fel de important ca și “credibilitatea”. Studii anterioare asupra credibilității politicii monetare au susținut ideea că o politică discreționară stă la baza tuturor rețelilor în managementul monetar. Analize mai recente au relevat însă că, dacă absența unei politici flexibile (discreționare) provoacă îndoieli serioase asupra solidității sistemului bancar în sine, atunci riscul credibilității poate apărea la un nivel mai profund.

## **7.2 Politica ratei de schimb**

---

<sup>39</sup> BNR a anunțat că e pe punctul de a recurge la certificate emise de banca centrală ca un mijloc suplimentar de absorbție a lichidității.

La începutul lui 2004, poziția externă financiară a României pare a fi solidă, cu un rating de țară satisfăcător (și în creștere), un nivel al datoriei externe relativ redusă și fără dificultăți în finanțarea serviciului datoriei externe. De asemenea nivelul rezervelor valutare ale BNR se află la un nivel conform cu standardele internaționale de siguranță.

Un fenomen ce pare a se fi remarcat în ultima perioadă este limitarea intervențiilor BNR pe piața valutară permițând astfel o anumită flexibilitate în determinarea ratei de schimb (situație similară cu cea din Polonia în 2001). Această tendință ar trebui să continue iar rata de schimb ar trebui să fie lăsată din ce în ce mai flexibilă. Mai precis, BNR trebuie să-și limiteze intervențiile directe pe piața valutară. Acestea ar trebui făcute numai în situații extreme cum ar fi pre-întâmpinarea unor atacuri speculative sau rezolvarea unor conjuncturi în care moneda domestică se află pe o traiectorie de nesușținut.

Aceasta nu înseamnă însă adoptarea unei atitudini de neinterferență completă în ceea ce privește valoarea internațională a leului, ci un control al ratei de schimb ce reflectă realitatea economică consistent cu obiectivul stabilității prețurilor prin intervențiile (directe sau indirecte) asupra ratei dobânzii. Flexibilitatea ratei de schimb va întări capacitatea BNR de a asigura stabilitatea prețurilor interne prin creșterea eficacității politicii monetare; aceasta la rândul ei ar putea fi ajutată de un control al intrării capitalurilor speculative.

După aderarea României la UE următorul pas logic este intrarea în sistemul ERM2 (până în 2009 sau mai târziu) – în vederea adoptării euro după o perioadă petrecută în acest sistem. Aceasta va readuce în prim-planul atenției BNR obiectivul stabilității ratei de schimb. Dar cele două obiective, stabilitatea ratei de schimb și a prețurilor nu sunt inconsistente din moment ce, pe termen mediu valoarea internațională a unei monede e stabilă dacă și valoarea ei internă e stabilă.

### **7.3 Liberalizarea contului de capital**

Acestea fiind spuse, cum ar putea BNR să contracareze posibilele creșteri de intrări de capital speculativ dacă toate restricțiile asupra liberei circulații a capitalului vor fi înlăturate în următorii ani? După cum s-a menționat deja există riscul unei aprecieri excesive a leului fapt ce va afecta negativ exporturile. Este important ca momentul

intrării în UE să nu fie însoțit de o apreciere reală excesivă a leului ce ar pune presiuni asupra bugetului în cazul în care vor fi necesare ajustări ale balanței de plăți. Autorii acestui studiu sugerează ca BNR să adopte un proces secvențial de liberalizare a contului de capital (vezi de asemenea Daianu et al. 2002, Daianu and Vranceanu, 2003). Restricțiile la finanțările pe termen scurt ar trebui să fie eliminate ultimele; în particular acest pas nu ar trebui făcut înainte ca restructurarea sistemului financiar să fie completă, stabilizarea macroeconomică să fie durabilă și legislația antitrust să fie operativă.

Legat de controlul fluxurilor de capital o atenție sporită ar trebui acordată împrumuturilor în valută pe termen scurt ale agenților economici, dat fiind riscul de faliment pe care aceștia și-l asumă în eventualitatea unei deprecieri rapide a leului. Persoanele private și agenții economici din sectorul ne-exportator sunt cei mai vulnerabili la aceste “efecte de balanță” deoarece activele (și veniturile) sunt exprimate în lei. În acest context, BNR ar putea considera impunerea unor restricții cantitative sau taxarea creditelor în valută pe termen scurt pentru cei acei agenți economici cu un grad ridicat de risc.

Banca centrală ar trebui de asemenea să implementeze o legislație ce i-ar permite să acționeze în anticiparea atacurilor speculative. (Daianu and Vranceanu, 2003). În cazul în care leul este lăsat să fluctueze liber riscul atacurilor speculative va scădea dramatic. Însă, odată cu intrarea leului în sistemul ERM 2 (după aderarea la UE), va exista tendința BNR de a menține rata de schimb a leului aproape de rata parității centrale. În acest caz (și numai în acest caz), ar putea fi utilă limitarea capacităților nerezidenților să împrumute lei pe termen scurt.

## **8. CONCLUZII**

În concluzie, situația economică în România beneficiază în prezent de o conjunctură favorabilă: creștere economică într-un mediu în care inflația scade rapid. Este adevărat că progresul viitor va depinde de continuarea reformelor structurale, reducerea ineficienței în economie și a deficitelor cvasifiscale. Există premise favorabile pentru atragerea de investiții străine, în acest context, pentru sprijinirea efectivității managementului politicii monetare rata de schimb ar trebui să fie flexibilă iar intervențiile



directe ale băncii centrale pe piața valutară minime. În schimb aceasta necesită liberalizarea graduală a contului de capital. O atenție sporită trebuie acordată intrărilor de capital speculativ pe termen scurt și creditelor în valută, în special în sectorul ne-exportator.

Pentru sprijinirea dezvoltării economice în sens general, banca centrală trebuie să accelereze procesul de modernizare atât a sistemului bancar cât și al propriului management al politicii monetare. Ar trebui să se bazeze mai mult pe practici generale de piață odată cu consolidarea independenței și a autonomiei.

Opinia noastră este că deocamdată BNR nu pare să posedă capacitatea de a implementa un regim *adevărat* de țintire a inflației (acest regim necesită obținerea de previziuni inflaționiste cât de cât precise precum și de adaptare a instrumentelor de politica monetară astfel încât convergența dintre previziuni și țintă să se realizeze relativ rapid într-o perioadă de timp dată).

Cu toate că BNR și-a anunțat intenția de a introduce TI în 2005, presupunând că evaluarea noastră e corectă, aceasta nu pare să existe ca politică alternativă. Credem că un sistem al politicii monetare similar cu cel practicat de BCE ar fi mai potrivit în cazul de față. În acest caz cei care iau deciziile acordă o atenție și stabilității prețurilor dar managementul politicii monetare se bazează pe principiul “just-do-it”. Într-o economie fragilă flexibilitatea nu invalidează credibilitatea, dimpotrivă cele două sunt complementare.

Subliniem că, în opinia noastră, distincția dintre o abordare flexibilă a unei ținte a inflației și un regim de TI adevărat nu este numai semantică. Ultima variantă necesită respectarea unor cerințe stricte de către banca centrală și poate fi foarte eficientă în contextul economiilor dezvoltate; pretinzând că de fapt se urmărește un regim de TI adevărat când în realitate se adoptă unul în care se reține un grad de flexibilitate, nu este superioară variatei de a comunica deschis faptul că un “TI imperfect” este implementat.

O bancă centrală nu ar trebui să adopte un regim de politică monetară doar pentru scopuri de comunicare și nu ar trebui să urmeze tendințe ce par a fi “la modă”. Ceea ce este cel mai important pentru o bancă centrală este credibilitatea. Iar aceasta se va câștiga în timp dacă obiectivele specificate sunt atinse.

In România, obiectivul băncii centrale pe termen mediu trebuie să fie acela de a reduce inflația la un nivel rezonabil și de a o menține acolo. Respectarea principiilor economice sensibile în implementarea politicilor economice ar trebui să fie suficiente pentru realizarea acestui obiectiv.

Gradul relativ ridicat de sofisticare pe care un regim adevărat de țintire a inflației l-ar necesita ar putea introduce riscuri adiționale precum și distorsiuni suplimentare în economie fapt ce ar putea accentua fluctuațiile economice.

## **Bibliografie**

- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee, 2001, Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints, *European Economic Review*, 45, pp. 1121-1150.
- Antohei D., Udrea I., and Braun H., 2003, The transmission mechanism of monetary policy in Romania, *BNR Working Paper* 13.
- Albu L., Daianu, D., Pauna, B., Pavelescu F., 1998, Endogenous cycles and underground economy in Europe, CEEES, *University of Leicester Discussion Paper*.
- Albu L., Croitoru L., Daianu D., Tarhoaca C., Ivan-Ungureanu C., 2001, The underground economy in Romania, *mimeo*, *CEROPE*, Bucarest.
- Ayuso Juan and Rafael Repullo, 2003, A model of the open market operations of the European Central Bank, *Economic Journal*, 113, pp.883-902.
- Bernanke, Ben S. and Frederik S. Mishkin, 1997, Inflation targeting: a new framework for monetary policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11, 2, pp. 97-116.
- Bernanke, Ben S., 2003, A perspective on inflation targeting, *Speech at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists*, Washington D.C, March 25, 2003 ([www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm)).
- Besancenot, Damien, Kim Huynh, Radu Vranceanu, 2004, Default on sustainable public debt: illiquidity suspect convicted, *Economics Letters*, 22.
- Britton, Erik, Paul Fisher and John Whitley, 1998, The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart, *BoFE Quarterly Bulletin*, 01.01.1998.
- Ciupagea, Constantin 2001, The Size and economic determinants of the informal economy in Romania, *mimeo*, *Institute of World Economy*, Bucharest.
- Calvo, G., 1999, On dollarization, *mimeo*, *University of Maryland*.
- Clarida, R., Gali J., Gertler M., 1998. Monetary policy rules in practice: some international evidence. *European Economic Review* 42, 6, pp.1033-1067.

- Clarida, R., Gali J., Gertler M., 2000. Monetary policy rules and monetary stability: evidence and some theory. *Quarterly Journal of Economics*, 115, 1, pp.147-180.
- Cosse, Stephen 2003, “ The energy sector reform and macroeconomic adjustment in a transition economy: the case of Romania.” *IMF Policy Discussion Paper PDP/03/2*.
- Cottarelli, Carlo and Peter Doyle, 1999, Taming inflation in the transition economies, *Finance & Development*, IMF, 36, 2.
- De Menil, Georges, et. al., 2004, Monetary Policy in Romania: 1992-2002, forthcoming in *Journal of Money, Credit and Finance*.
- Daianu, Daniel and Radu Vranceanu, 2001, Subduing high inflation in Romania. How to better monetary and exchange rate mechanisms?, *William Davidson Institute Working Paper 402* ([www.wdi.bus.umich.edu](http://www.wdi.bus.umich.edu)).
- Daianu, Daniel, Dragulin, Ion, Voinea, Liviu and Vranceanu, Radu, 2002, Capital account opening in Romania, *mimeo, IER*, Bucharest.
- Daianu, Daniel and Radu Vranceanu, 2003, Opening the capital account of developing countries: some policy issues, *Acta Oeconomica*, 53, 3, pp. 245-270.
- ECB, 2001, *The Monetary Policy of the ECB*. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Fourçans, André and Radu Vranceanu, 2004, The ECB interest rate rule under the Duisenberg presidency. Forthcoming, *European Journal of Political Economy*.
- Fraga, Arminio, Ilan Goldfajn and André Minella, 2003, Inflation targeting in emerging market economies, *NBER Working Paper 10019*.
- French R., Balaita M., Ticsa M., 1999, Estimating the size and policy implications of the underground economy in Romania. *Study by the Ministry of Finance*.
- Freund, Caroline, 2000, Current account adjustment in industrialized countries, *International Finance Discussion Papers 692*.
- Fultz, Elaine, 2003, Recent trends in pension reform and implementation in the EU accession countries”, *International Labour Office*, Geneva, May 2003.
- Gerdesmeier, D., Roffia, B., 2003. Empirical estimates of reaction functions for the euro area. *ECB Working Paper 206*, Frankfurt am Main.

- Gerlach, S., Svensson, LEO, 2003, Money and inflation in the euro area: a case for monetary indicators?, *Journal of Monetary Economics* 50, pp. 1649-1672.
- IMF 2000, Monetary and exchange rate policies of the euro area. *IMF Staff Country Report* 00/46, Washington D.C.
- Kerr, W., King R., 1996. Limits on interest rate rules in the IS model. *Economic Quarterly* 82, pp. 47-76.
- Isarescu, Mugur, Croitoru Lucian si Cornel Tarhoaca, 2003, Politica monetara, inflatia si sectorul real, in L. Croitoru, D. Daianu, G. de Menil si C. Tahoaca (coord.), *Modificari Structurale si Performanta Economica in Romania*, Bucuresti, pp. 47-73.
- Jeanne, Olivier and Jeromin Zettlemeyer, 2003, “Original sin”, balance sheet crises and the role of international lending, *IMF Working Paper* WP/02/234.
- Jonas, Jiri and Frederic Mishkin, 2003, Inflation targeting in transition economies: experience and prospects, *NBER Working Paper* 9667.
- Lewin, Andrew. T, Fabio M. Natalucci and Jeremy M. Piger, 2004, “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting”, paper presented at the 28<sup>th</sup> Annual Economic Policy Conference on ‘Inflation Targeting: Policy and Prospects’, Federal Reserve Bank of Saint Louis.
- Mishkin, Frederic S., 2000, What should central banks do?, *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 82, pp. 1-13.
- Mishkin, Frederic S., Schmidt-Hebbel, Klaus, 2001, One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? *NBER Working Paper* 8397.
- Popa, C., Rosentuler, S., Iorga E., Salater, W., Sasu, D.R., Codrilasu A. I., 2002, Inflation targeting, A new monetary policy for Romania, *NBR Occasional Paper* 1.
- Reinhart C., Rogoff, K and Savastano M, 2003, Addicted to dollars, *NBER Working Paper* 10015.

- Salater, Wilhem, 2002, Alegerea regimului de politica monetara in tarile aflate in process de aderare la uniunea europeana: intre tintirea directa a inflatiei si consiliul monetar, Presented at the *ICEG International Conference*, Budapest.
- Sauer, Stephan and Jan-Egbert Sturm, 2003, Using Taylor rules to understand ECB monetary policy, *CESifo Working Paper 1110*, December.
- Surico, P., 2003, How does the ECB target inflation?, *ECB Working Paper 229*, Frankfurt am Main.
- Svensson, Lars, 1997, Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, 41, pp.1111-1146.
- Svensson, Lars, 1999, Inflation targeting as a monetary policy rule, *Journal of Monetary Economics*, 43, pp.607-654.
- Svensson, Lars, 2000, The first year of the Eurosystem: inflation targeting or not, *NBER Working Paper 7598*.
- Taylor, J.B., 1993. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp.195-214.
- Ullrich, Katrin, 2003, A comparison between the Fed and the ECB, *ZEW Discussion Paper 03-19*.

## Apendix: un model econometric simplu

Acest apendix estimează un model simplu ce descrie relațiile de bază între principalele variabile macroeconomice pentru economia românească și care ar putea furniza câteva repere pentru managementul politicii monetare. Datele sunt lunare și acoperă perioada 1998m1-2003m12 period.<sup>40</sup> Ecuțiile principale sunt:

$$y_t = a_{11} + a_{12}(R_t^B - \pi_t) + a_{13}e_t^{US} + a_{14}y_{t-1} + a_{15}wt_t + \varepsilon_{1t} \quad (\text{A.1})$$

$$\pi_t = a_{21} + a_{22}(y_t - y^*) + a_{23}(0.3 * e_t^{US} + 0.7 * e_t^{EU}) + a_{24}\pi_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (\text{A.2})$$

$$\chi = a_{31} + a_{32}(\pi_t / 4) + a_{33}(0.3 * E_t^{US} + 0.7 * E_t^{EU}) \quad (\text{A.3})$$

Rata inflației,  $\pi_t$ , și rata dobânzii nominală a băncii centrale la resursele împrumutate (sau “depozitele atrase”),  $R_t^B$ , sunt în procente. Toate celelalte variabile sunt în logaritmi;  $y_t$  este producția industrială, considerată ca o proxy pentru produsul intern brut,  $e_t^{US}$  și  $e_t^{EU}$  sunt ratele de schimb reale ale leului în raport cu dolarul american (ROL/USD) și respectiv euro (ROL/Euro) în timp ce  $E_t^{US}$  și  $E_t^{EU}$  sunt valorile lor nominale.  $y_t - y^*$  reprezintă deviațiile de la valoarea de echilibru a producției industriale,  $\chi$  este volumul depozitelor atrase de către banca centrală,  $\pi_t/4$  este valoarea medie a inflației pe ultimele patru luni. Variabila  $wt_t$  este un proxy pentru comerțul global, (luată aici ca un index al volumului de importuri și exporturi în țările din G7) destinat să captureze cererea externă;  $\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}$  ar putea fi orice șocuri pe partea de cerere și respectiv ofertă.

Ecuția (A.1) este o curbă IS într-o economie deschisă în care producția reală depinde de valoarea sa în perioada precedentă, rata dobânzii reale, rata de schimb și cererea externă.

Ecuția (A.2) este o curbă Phillips în care inflația este o funcție de valoarea înregistrată în perioada precedentă, deviațiile producției industriale și un coș valutar al ratei de schimb reale alcătuit în proporție de 30% din dolari US și 70% din Euro.

<sup>40</sup> Datele trimestriale ar fi fost o alegere mai potrivită în contextul construirii unui model macroeconomic, totuși, numărul limitat de observații ne-a forțat să utilizăm date lunare.

Valoarea de echilibru a producției industriale a fost determinată utilizând filtrul Hodrick-Prescott.

Funcția de reacție a BNR este dată de ecuația (A.3) unde, instrumentul utilizat de BNR până în prezent, volumul depozitelor atrase, este o funcție de rata medie a inflației în ultimele 4 luni și o medie ponderată a ratei de schimb nominale. În general, modelele economiilor deschise includ o ecuație ce reflectă paritatea dobânzii, de regulă luată ca fiind condiția UIP (uncovered interest parity). Această condiție nu e inclusă aici datorită faptului că contul de capital nu e complet liberalizat în România iar pentru modelare, condiția UIP standard ar necesita introducerea unei prime de risc (RP). Semnificația acestui termen însă ar putea fi neclară, va fi dificil de evaluat în ce măsură acest RP ar afecta riscul de monedă și în ce măsură restricțiile contului de capital. Mai mult, termenul RP ar putea introduce un zgomot suplimentar. Acest fapt e posibil deoarece BNR ar trebui să plătească o anumită rată a dobânzii pentru atragerea volumului de depozite dorit și, dată fiind politica de control a ratei de schimb, ar genera o variabilitate artificială între rata de schimb și cea a dobânzii.

Rezultatele estimărilor sunt prezentate mai jos. Metoda de estimare folosită este OLS (Ordinary Least Squares), iar în paranteze este raportat testul t-statistics.

$$y_t = 0.163_{(1.44)} - 0.003_{(-1.93)}(R_{t-3}^B - \pi_{t-3}) + 0.087_{(3.06)} e_t^{US} + 0.877_{(30.73)} y_{t-1} + 0.110_{(2.80)} wt_t + \varepsilon_{1t}, \quad (A.1)$$

$$DW: 2.23, R^2: 0.97$$

$$\pi_t = -30.65_{(-3.28)} + 3.386_{(3.37)}(y_t - y^*) + 7.232_{(3.53)}(0.3 * e_t^{US} + 0.7 * e_t^{EU}) + 0.232_{(2.43)} \pi_{t-1} + \varepsilon_{2t}, \quad (A.2)$$

$$DW: 2.18, R^2: 0.52$$

$$\chi = -19.298_{(-5.63)} - 0.528_{(-4.04)}(\pi_t / 4) + 2.928_{(9.09)}(0.3 * E_t^{US} + 0.7 * E_t^{EU}) \quad (A.3)$$

$$DW: 0.72, R^2: 0.78$$

Câteva observații merită făcute. În ecuația (A.1) al treilea lag al ratei dobânzii este considerat - în locul variabilei curente - deoarece este semnificativ marginal la nivelul de 5%. Cu date lunare această soluție pare mai plauzibilă și din punct de vedere teoretic din moment ce e mai probabil ca rata reală a dobânzii a trimestrului trecut să aibă un impact asupra producției curente. Totuși, coeficientul, deși negativ, este mic ceea ce pare să



reitereze ideea că rata reală a dobânzii a avut o putere de explicație scăzută asupra comportamentului producției industriale în perioada analizată. Mărimea coeficientului producției trecute, 0.88, sugerează o persistență puternică a acesteia. Coeficientul cererii externe are semnul așteptat și sugerează că o creștere de 1% a acesteia va determina o creștere de 0.11% a producției industriale domestice.

Ecuția (A.2) pare să indice că persistența inflației nu e atât de importantă. În funcția de reacție a BNR coeficientul inflației are semn negativ confirmând faptul că BNR a controlat lichiditatea prin atragerea depozitelor, ajutând astfel procesul de dezinflație. Coeficientul indexului ratei de schimb nominale e semnificativ și reflectă efectul operațiunilor de sterilizare ale BNR (având obiectiv prevenirea aprecierii reale excesive a leului).

Prin definirea unei relații între rata de schimb nominală și cea reală se pot face diferite ipoteze legate de procesele exogene (nivelul prețurilor în US și zona-Euro, comerțul global și rata nominală a dobânzii stabilită de BNR) și se pot obține diverse scenarii pentru comportamentul variabilelor endogene.

Desigur, modelul de față este foarte simplistic, iar faptul că rata BNR a dobânzii este exogenă împreună cu absența condiției UIP limitează serios aplicabilitatea modelului în exerciții de previzionare, de exemplu. Dar aceste restricții sunt mai degrabă consecințe impuse asupra structurii teoretice a modelului atât de contextul actual în care politica monetară operează cât și de alegerea făcută de BNR în ce privește instrument utilizat.

Un mod de a endogeneiza rata dobânzii ar fi dacă BNR ar utiliza aceasta ca instrument în locul volumului depozitelor atrase. În asemenea condiții, o estimare a funcției de reacție a BNR ar putea arăta astfel:

$$R_t^B = 23.807 + 1.045(\pi_t / 4) - 2.229(0.3 * E_t^{US} + 0.7 * E_t^{EU}) \quad (A.4)$$

(3.59)                      (4.13)                      (-3.58)

$$DW: 0.67, R^2: 0.54$$

Coeficienții din (A.4) au o tentă indicativă din moment ce, în realitate, BNR nu a urmat această regulă (deși, răspunsul BNR la evoluția inflației ar fi fost surprinzător de aproape de ceea ce teoria economică sugerează, o creștere a inflației de 1% ar fi rezultat într-o creștere de 1,04% a ratei nominale a dobânzii). Mai mult, o asemenea specificație ar necesita introducerea unei condiții UIP, care să exprime deprecierea anticipată a ratei reale, inflația anticipată și prima de risc. Dacă modelul e simulat cu o funcție de reacție a

băncii centrale ca cea din (A.4), o adiție utilă ar fi o ecuație a cererii banilor. Pe moment însă este incert dacă BNR va utiliza rata dobânzii ca instrument. În cazul în care BNR continuă să exercite un anumit grad de control asupra ratei de schimb, va trebui să absoarbă excesul de lichiditate ce ar putea exista pe piața banilor – în fapt controlând M0. Dar gradele de volatilitate între dobânda oferită la depozitele atrase de BNR și M0 sunt mai degrabă diferite. Un mod de a evalua această volatilitate e prin coeficientul de variație (CV) – dat de raportul dintre deviația standard și media valorii seriei de timp în cauză. CV pentru dobânda oferită la depozitele atrase de BNR a fost -13.08 pentru perioada 1998m1-2003m12 și -1.68 pentru perioada 2001m1-2003m12 în timp de CV pentru variația procentuală a lui M0 a fost 3.25 și respectiv 4.78. Astfel, pe parcursul ultimilor 2 ani scăderea volatilității pentru rata dobânzii a fost acompaniată de o creștere a volatilității în variația bazei monetare. (În perioada 2001m1-2003m12 volumul depozitelor atrase de BNR a crescut drastic).

În cazul în care BNR va trece la țintirea inflației este probabil că va schimba instrumentul actual într-un viitor apropiat, utilizând probabil, rata dobânzii (trebuie remarcat că operațiunile curente de sterilizare nu pot continua indefinit deoarece vor deveni prea scumpe dat fiind volumul anticipat al influxurilor de capital). Dar, în asemenea circumstanțe, relațiile date de ecuațiile (A.1) – (A.3) se pot schimba iar magnitudinea acestor schimbări ar putea fi un factor important în implementarea cu succes a politicii monetare cu noul instrument – rata dobânzii sau oricare va fi cel ales. Oricare va fi calea de urmat, modelul de față ar putea fi utilizat ca un punct de plecare în exercițiile viitoare.