

Stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară

D i s e r t a ț i e

**cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa
al Universității din Pitești**

Academician Mugur Isărescu

Pitești, 8 decembrie 2006

Definirea stabilității prețurilor

Cele trei elemente ale consensului din literatura de specialitate:

- Stabilitatea prețurilor se referă la nivelul agregat al prețurilor măsurat prin indici
- Stabilitatea prețurilor este atinsă atunci când banii își păstrează valoarea în timp sau viteza de erodare a puterii de cumpărare a acestora este foarte lentă
- Conceptul de stabilitate monetară se suprapune peste cel de stabilitate a prețurilor

Definirea stabilității prețurilor

Raportarea la anticipațiile inflaționiste

- *Paul Volcker*: „situația în care anticipațiile privind creșterea sau scăderea generală a prețurilor pe o perioadă considerabilă de timp nu au o influență substanțială asupra comportamentului economic și financiar”
- *Alan Greenspan*: „situația în care modificarea așteptată de public a nivelului prețurilor este suficient de redusă și de graduală încât să nu fie luată în calcul în deciziile firmelor și ale gospodăriilor”
- *Alan Blinder*: „situația în care oamenii obișnuiți încetează să mai discute despre inflație și să-și mai facă griji în legătură cu aceasta”

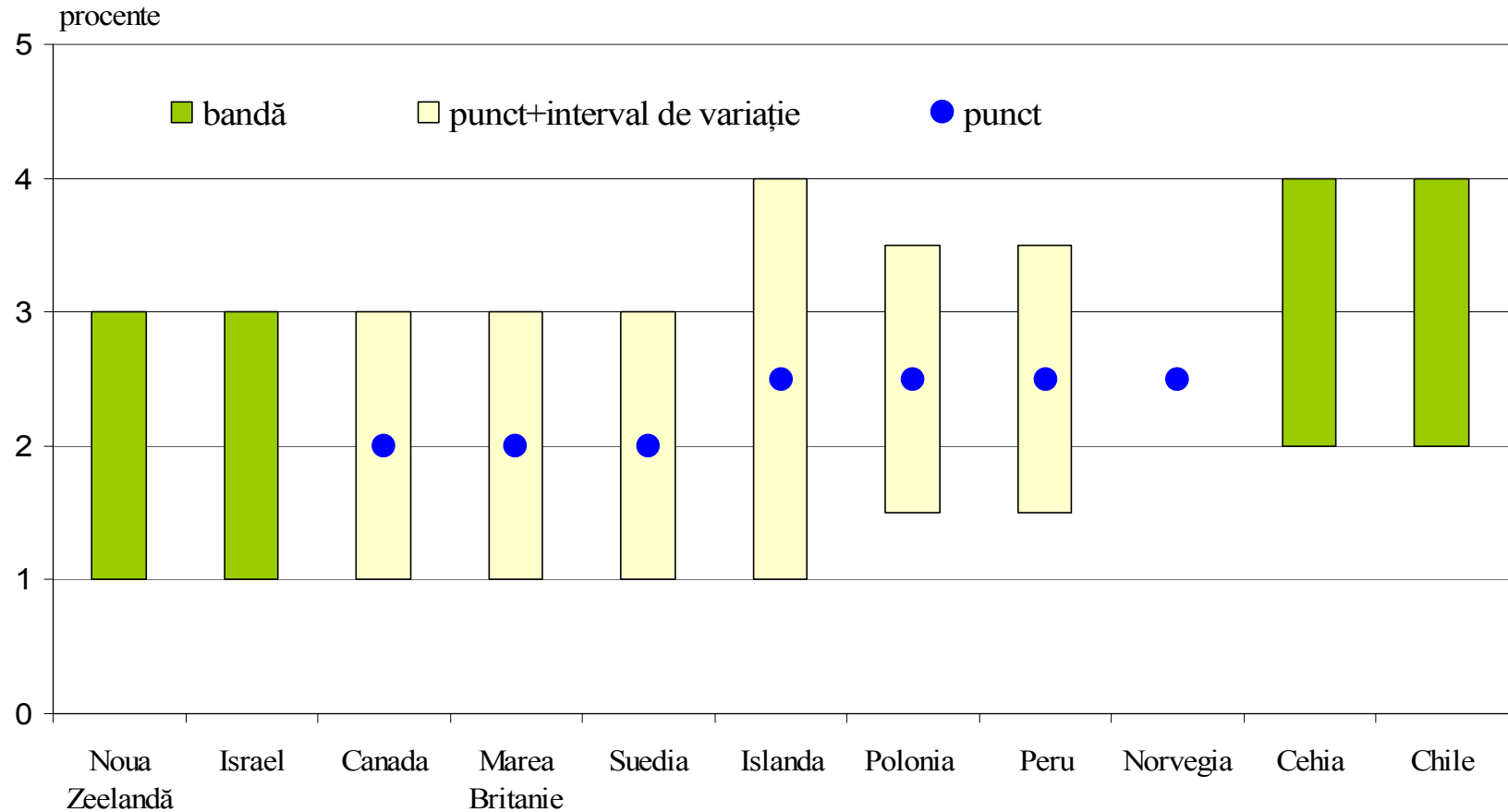
Definirea stabilității prețurilor Viziunea BCE

- *Ottmar Issing*: „stabilitatea prețurilor se referă la un nivel stabil al prețurilor agregate sau la un nivel redus al inflației”
- *Lucas Papademos*: „stabilitatea prețurilor este definită ca acea stare a economiei în care nivelul general al prețurilor este stabil în sens strict sau în care rata inflației este suficient de redusă și stabilă, astfel încât considerațiile referitoare la dimensiunea nominală a tranzacțiilor încetează să constituie un factor pertinent pentru deciziile economice”

Definiții explicite ale stabilității prețurilor utilizate de bănci centrale

- Banca Centrală Europeană: o rată a inflației, calculată pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum din zona euro, de sub (dar aproape de) 2 la sută
- Bănci centrale care practică țintirea directă a inflației:
 - ✓ Bandă
 - ✓ Punct
 - ✓ Punct plus interval de variație

Niveluri pe termen lung ale țintei de inflație în țări care practică țintirea directă a inflației



Sursa: site-uri ale băncilor centrale

Definirea stabilității financiare

- Nu există în literatura de specialitate:
 - ✓ O definiție general acceptată a stabilității financiare (în schimb, numeroși autori definesc instabilitatea financiară)
 - ✓ Un indicator sintetic pentru a o măsura

Definirea stabilității financiare

- Definiție în sens larg: care pune accent pe funcționarea de ansamblu a sistemului financiar
 - ✓ Stabilitate financiară = situația în care sistemul financiar este capabil să atragă și să plaseze fonduri bănești în mod eficient și să reziste la șocuri fără a aduce prejudicii economiei reale

IMPLICAȚIE PENTRU BANCA CENTRALĂ:
supravegherea prudentială este esențială
pentru asigurarea stabilității financiare

Definirea stabilității financiare

➤ Definiție într-un sens mai restrâns: care pune accent pe evitarea crizelor

- ✓ Stabilitate financiară = situația în care:
 - nu se produc crize bancare
 - prețurile activelor și în special rata dobânzii manifestă un grad ridicat de stabilitate

IMPLICAȚIE PENTRU BANCA CENTRALĂ:
politica de dobânzi este foarte importantă
pentru stabilitatea financiară => se poate ajunge
chiar la un conflict între obiectivul stabilității prețurilor
și cel al stabilității financiare

Raportul stabilitatea prețurilor – stabilitatea financiară

- Abordarea convențională: cele două tipuri de stabilitate se susțin și se potențează reciproc pe termen lung
- Ipoteza *new environment*: odată cu stabilizarea inflației la niveluri reduse, se creează un mediu economic nou, în care stabilitatea financiară nu este garantată

Complementaritatea dintre stabilitatea financiară și stabilitatea prețurilor

Eliberarea politicii monetare de obiectivele conflictuale



Echilibru macroeconomic

Problema „imposibilei trinități”. Cazul României

Nu pot coexista simultan:

- (i) o politică monetară independentă
- (ii) un curs fix
- (iii) o mișcare liberă a fluxurilor de capital

➤ **Etapa anterioară**

- ✓ Politică monetară independentă
- ✓ Curs dirijat

Dar: Fluxuri de capital controlate

➤ **Etapa actuală**

- ✓ Politică monetară independentă
- ✓ Liberalizarea deplină a fluxurilor de capital

Dar: Curs flexibil

➤ **Etapa ulterioară adoptării euro**

- ✓ Liberalizare deplină a fluxurilor de capital
- ✓ Curs fix prin adoptarea euro

Dar: Pierderea independenței politicii monetare

Dilema Tošovský

- Persistența aprecierii în termeni reali a monedelor naționale ale țărilor în tranziție din Europa Centrală și de Est poate atrage – dacă ratele dobânzilor interne nu sunt menținute la niveluri relativ scăzute – intrări excesive de capital, care urmăresc valorificarea diferențialului de dobândă

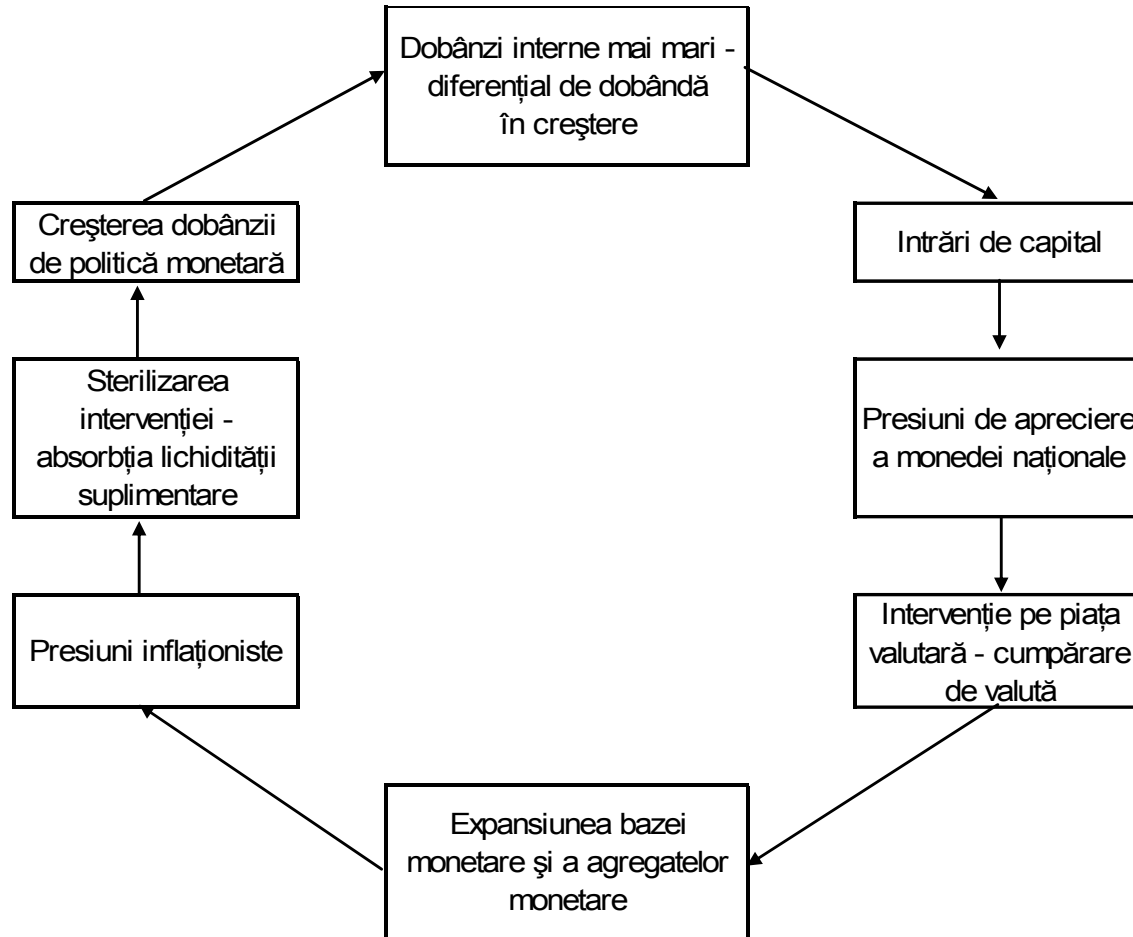
DAR

- Autoritățile trebuie să promoveze rate ale dobânzilor care să fie suficient de înalte pentru a asigura un echilibru între economisirea internă și investiții

=> DILEMA POLITICII MONETARE:

- **Rate ale dobânzii fie prea ridicate, fie prea scăzute conduc la creșterea inflației și majorarea deficitului de cont curent**

Cercul vicios al politicii monetare



Stabilitatea prețurilor în România

- După 1990, procesul dezinflaționist a fost lent, întinzându-se pe o perioadă de timp mai lungă decât în cazul celorlalte țări din Europa Centrală și de Est
- Stabilitatea prețurilor nu a putut reprezenta principala prioritate a BNR în anii '90 datorită:
 - ✓ Lipsei constrângerilor bugetare tari (arieratele au funcționat ca un surogat monetar)
 - ✓ Politicilor macroeconomice inconsistente
 - ✓ Deficitelor externe substanțiale în condițiile unui acces limitat la finanțarea externă
 - ✓ Spectrului crizei financiare

Stabilitatea prețurilor în România

- Începând cu anul 2000, politica monetară coerentă și sistematic orientată spre obiectivul stabilității prețurilor a asigurat continuitatea dezinflației
- În 2004, rata anuală a inflației s-a situat pentru prima dată la un nivel exprimat printr-o singură cifră: 9,3 la sută (decembrie/decembrie)
- În 2005, a fost adoptată strategia de țintire directă a inflației
- Nivelul inflației atins în 2006 se apropie de cel existent în unele dintre țările UE

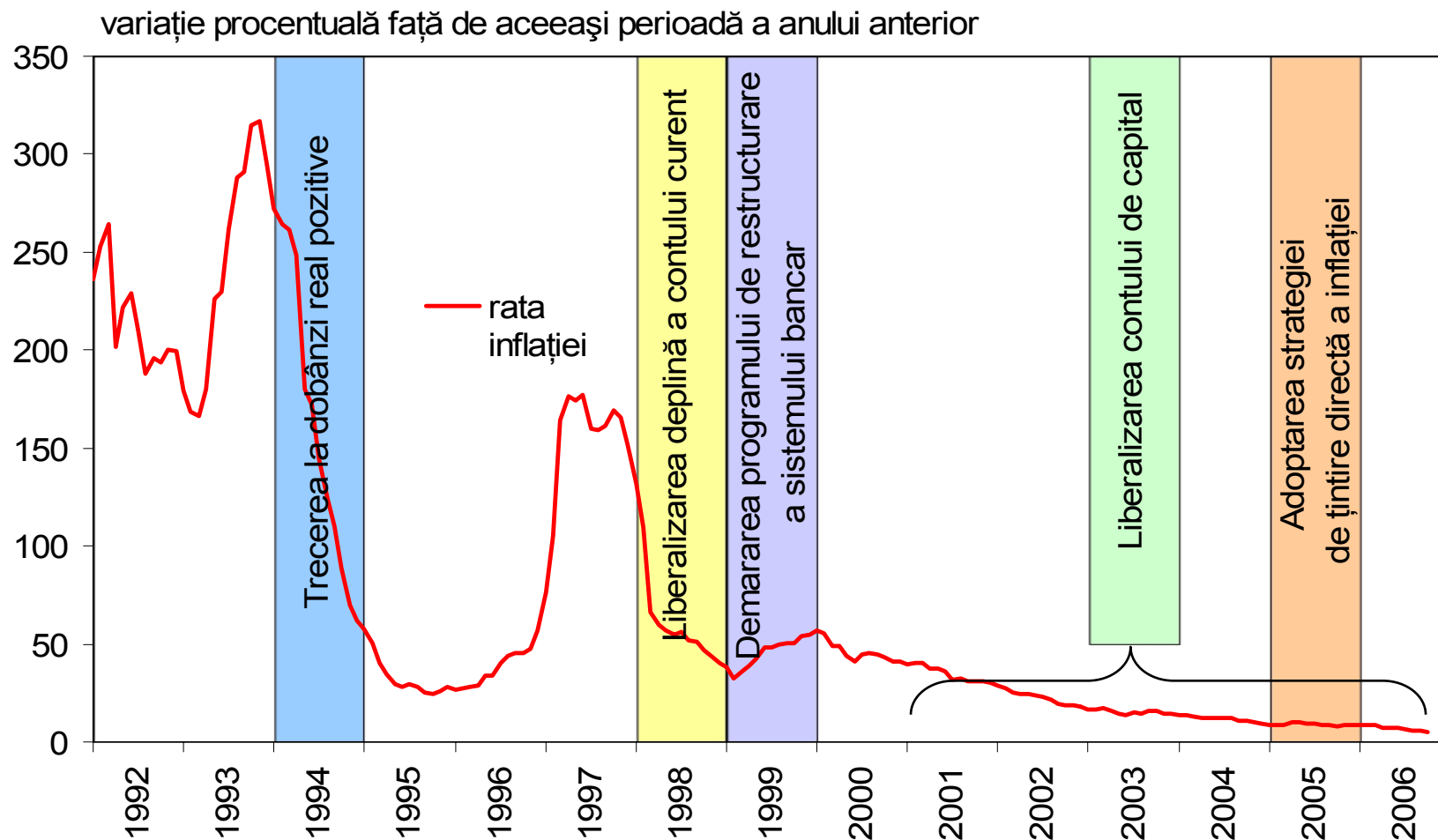
Stabilitatea financiară în România: instituții financiare

- Cu toate că sistemul financiar s-a dezvoltat și întărit, România este încă în urma celorlalte țări din Europa Centrală și de Est în ceea ce privește intermedierea financiară (nivelul estimat la finele anului 2006 este de circa 25 la sută, comparativ cu 52,2 la sută pentru noile state membre UE și, respectiv, 103,9 la sută la nivelul zonei euro în 2005)
- Sistemul bancar este stabil și capabil să absoarbă șocurile:
 - ✓ Capitalizare bancară semnificativă (peste 20 la sută comparativ cu 8 la sută la nivel mondial)
 - ✓ Calitate bună a portofoliului de credite (creditele restante și îndoielnice reprezintă mai puțin de 1 la sută din total)
 - ✓ Lichiditate ridicată, mult deasupra nivelurilor minime obligatorii
- Sectorul instituțiilor financiare non-bancare este subdezvoltat, însă posedă un potențial de creștere considerabil; riscurile sistemice sunt mici, având în vedere dimensiunile reduse ale sectorului

Stabilitatea financiară în România: riscuri viitoare

- Riscurile la adresa stabilității financiare rămân benigne
- Cu toate acestea, se impun supravegherea și adoptarea de măsuri în ceea ce privește:
 - ✓ Fluxurile de capital
 - ✓ Rata inflației, deficitul de cont curent și cursul de schimb
 - ✓ Gradul de îndatorare al populației

Cronologia măsurilor adoptate de BNR pentru promovarea stabilității prețurilor și stabilității financiare



Sursa: Institutul Național de Statistică

Liberalizarea contului de capital în România

Caracteristici

- Etapizarea procesului de liberalizare a contului de capital a fost una corectă, fiind respectate următoarele principii:
 - ✓ Intrările înaintea ieșirilor
 - ✓ Fluxurile pe termen mediu și lung înaintea celor pe termen scurt
 - ✓ Investițiile directe înaintea celor de portofoliu
 - ✓ Respectarea secvenței bănci – întreprinderi – populație

- Momentul liberalizării unor fluxuri de capital cu impact semnificativ asupra balanței de plăți a suferit o amânare față de calendarul inițial datorită:
 - ✓ Diferențialului înalt de dobândă generat de:
 - ratele încă foarte ridicate ale dobânzilor interne
 - minimul istoric atins de ratele dobânzii în zona Euro și SUA
 - ✓ Ponderii substanțiale și în creștere a creditelor în valută în creditul neguvernamental

Liberalizarea contului de capital în România

Caracteristici

- În lipsa amânării din 2003 a liberalizării fluxurilor de capital pe termen scurt, s-ar fi ajuns la un conflict major între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară
- Totuși, în 2005-2006 a trebuit să se realizeze liberalizarea fluxurilor de capital pe termen scurt pentru a nu periclita intrarea în UE la 1 ianuarie 2007 → necesitatea identificării unei strategii de evitare a dilemei Tošovský

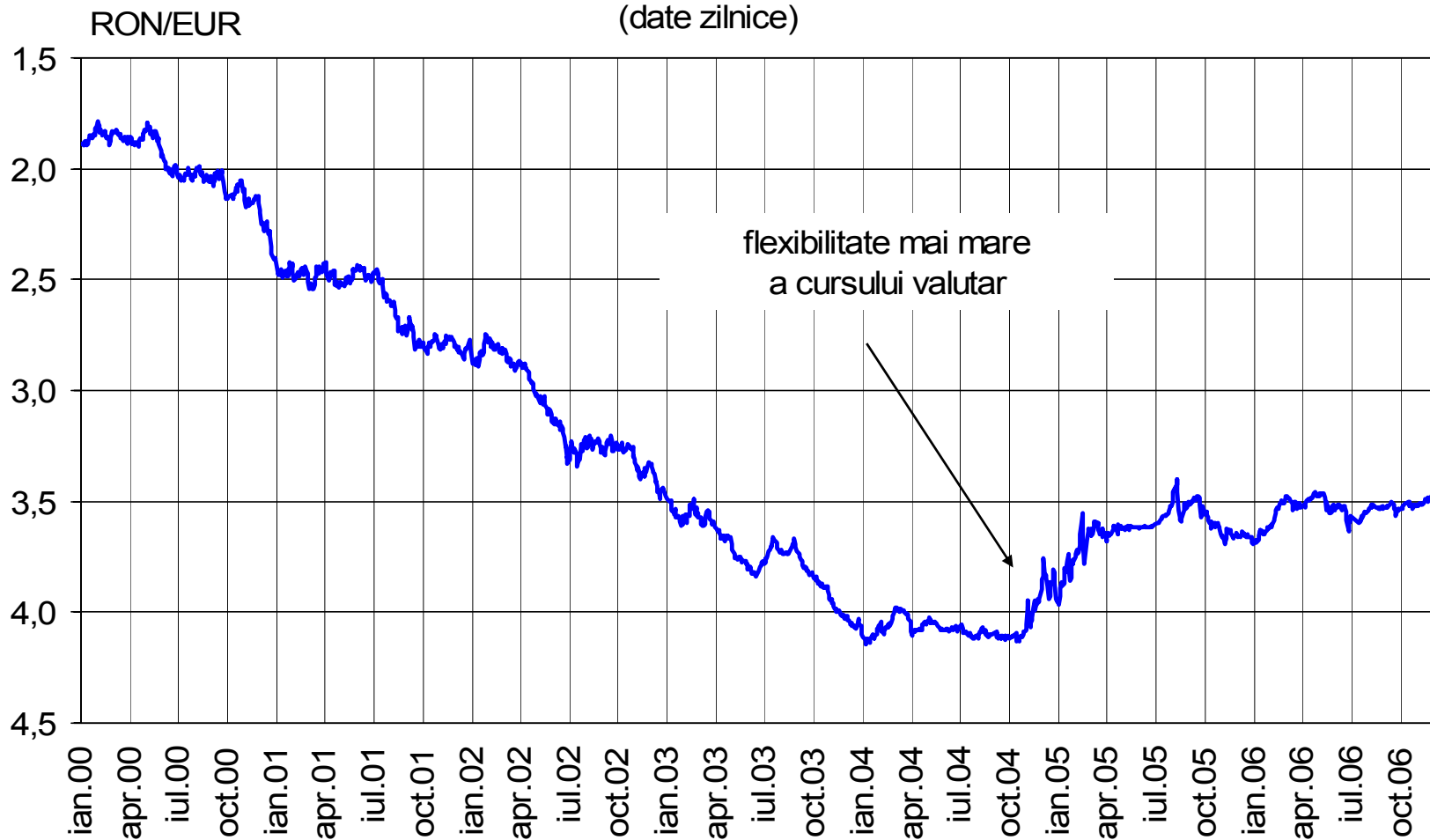
Strategia de politică monetară

- Începând cu noiembrie 2004 – promovarea unei flexibilități sporite a cursului de schimb printr-o politică de intervenții mai puțin frecvente și mai puțin predictibile pe piața valutară, pentru a evita angrenarea într-un cerc vicios a politicii monetare (imposibila trinitate, dilema Tošovský)
- Octombrie 2005 – sistarea intervențiilor BNR pe piața valutară

Strategia de politică monetară

- Politică de reducere abruptă a ratei dobânzii BNR (noiembrie 2004 - septembrie 2005)
- Adoptarea unei politici de sterilizare parțială a excedentului de lichiditate pentru a descuraja intrările de capitaluri speculative
- Completarea instrumentarului BNR cu măsuri „neortodoxe”

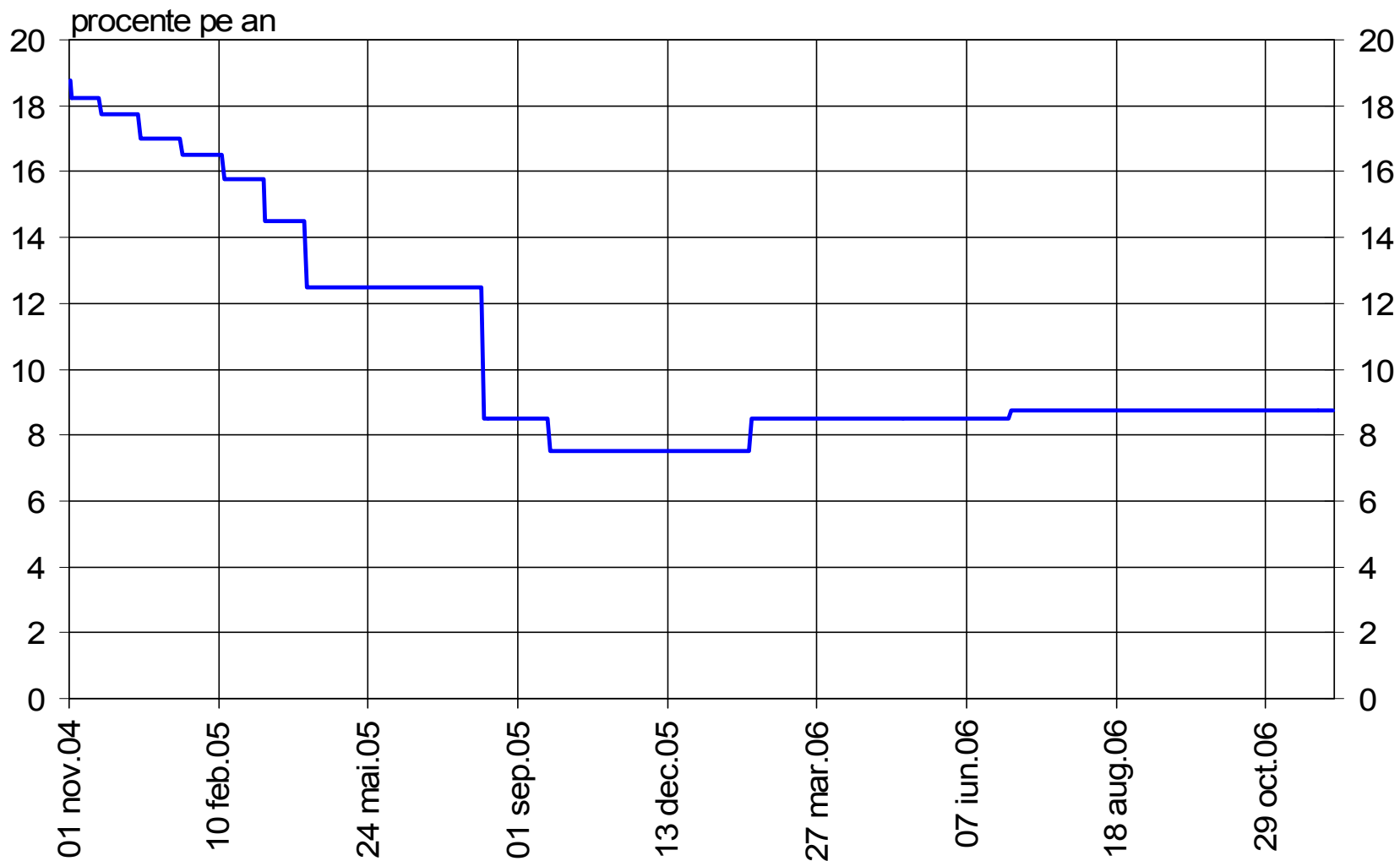
Cursul de schimb al pieței valutare



La 31 octombrie 2006 aprecierea reală a RON față de EUR a fost de 31,4% față de sfârșitul lunii octombrie 2004 și de 8,6% față de 31 octombrie 2005

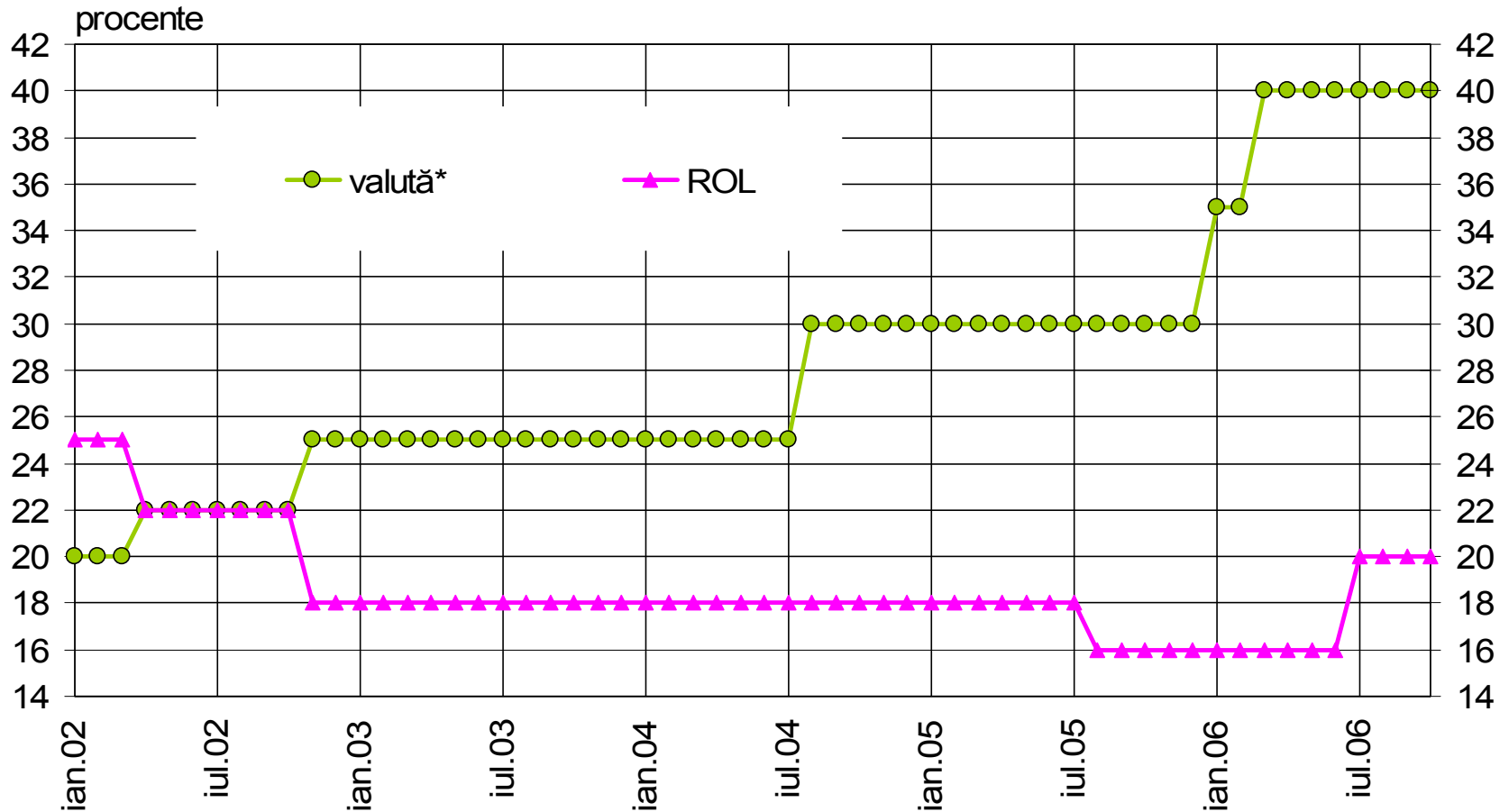
Sursa: Banca Națională a României

Rata dobânzii de politică monetară



Sursa: Banca Națională a României

Ratele rezervelor minime obligatorii



*) din februarie 2005 baza de calcul a RMO pentru pasivele în valută include și mijloacele bănești cu scadență mai mare de 2 ani

Sursa: Banca Națională a României

Stabilitatea financiară în România: de ce a fost necesară adoptarea unor măsuri „neortodoxe”?

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

Măsuri prudențiale și administrative

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

Rezultate

- Asigurarea unui climat de stabilitate a prețurilor și stabilitate financiară
 - ✓ Reducerea substanțială a ratei anuale a inflației (proiectată a fi de 4,7 la sută în decembrie 2006 și în decembrie 2007, față de 14,1 la sută în 2003)
 - ✓ Diminuarea riscului valutar
 - scăderea ponderii creditului în valută în creditul neguvernamental
 - relativă stabilitate a cursului de schimb

- Lărgirea deficitului de cont curent fără însă a depăși pragul de 10 la sută din PIB
 - ✓ Acoperirea acestuia este realizată în mare măsură prin investiții străine directe

Concluzii

- Pe plan mondial, stabilitatea prețurilor reprezintă practic un deziderat îndeplinit în multe țări, însă aceasta nu garantează stabilitatea financiară
- În contextul deschiderii economiilor, ca urmare a globalizării economice, apare un conflict potențial între stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară
- Intrările masive de capitaluri agravează vulnerabilități și dezechilibre macroeconomice în economiile-gazdă, având potențial să genereze crize cu efecte adverse atât asupra stabilității prețurilor, cât și asupra stabilității financiare
- În prezent, stabilitatea financiară este esențială pentru eficacitatea politicii monetare și în consecință pentru asigurarea stabilității prețurilor

Concluzii

- În prezent, când economia românească a reușit să depășească cu succes perioada de declin economic, inflație ridicată și instabilitate financiară din anii '90, amenințările la adresa stabilității financiare nu au dispărut, ci și-au schimbat natura
- Măsurile „neortodoxe” pe care BNR le-a adoptat în anii 2005 și 2006 au fost eficiente pe termen scurt, asigurând concilierea între stabilitatea financiară și cea a prețurilor

DAR

- Pentru consolidarea acestora pe termen mediu și lung se impune promovarea unui *mix* coerent de politici macroeconomice (numărul de instrumente trebuie să fie cel puțin egal cu numărul de obiective – Jan Tinbergen)