

Currency Policy in
Post-communist
Romania:
a Critical Look

POLITICA MONETARĂ ÎN ROMÂNIA POSTCOMUNISTĂ: O PRIVIRE CRITICĂ^{*)}

EUGEN RĂDULESCU, CEZAR BOTEL
ION DRĂGULIN, VALENTIN LAZEA

The first part of the study reviews the main stages of the Romanian account and currency policy since 1990.

All the significant measures are analysed and all the consequences are assessed. The second part of the study is an attempt to estimate the prospects of the account and currency policy, understanding the interdependence between the reform, the economic restructuring and the currency policy.

Politica monetară

În orice economie de piață, politica monetară constituie una din componentele cele mai importante ale politicii economice. În cazul României, în mod paradoxal, după căderea regimului comunist și declararea opțiunii pentru mecanismele de piață, politica monetară a rămas, o bună perioadă, într-un straniu con de umbră. Practic, pentru întregul an 1990, nici cel mai îngăduitor analist nu ar găsi nici măcar rudimentele vreunei politici în evoluțiile monetare.

Abia în luna decembrie 1990, prin înființarea Băncii Comerciale Române, care a preluat în întregime funcția sa de bancă comercială, Banca Națională a României și-a asumat *de facto* rolul de autoritate monetară, consfințit ulterior în luna martie 1991 prin legile bancare. S-au constituit, astfel, bazele unui sistem bancar cu două niveluri, în care răspunderea pentru conducerea politicii monetare și supravegherii sistemului bancar este asumată în întregime de banca centrală.

Pentru anul 1991 au fost stabilite *obiective cantitative* în planul creșterii masei monetare și creditului în economie, îndeplinirea lor urmând a fi urmărită prin intermediul clasiceleor plafoane de credite, reglării prin

^{*)} Studiu prezentat în cadrul Grupului consultativ pe probleme economico-sociale al președintelui României.



mecanisme de piață rămânându-i o marjă de acțiune nesemnificativă. În anul 1991 poate fi consemnată doar intrarea în funcțiune a primelor bănci comerciale, alături de preexistentele bănci de stat. Acestea din urmă s-au constituit pe structura funcțională a băncilor specializate din vechiul regim, acționând, în noul cadru organizatoric, ca bănci universale.

Într-un mediu economic în care structurile de proprietate au rămas practic neschimbate, evoluțiile produse în direcția eliminării controlului monetar administrativ, deși deloc neglijabile, au trecut practic neobservate pentru că impactul lor în mediul economiei reale a rămas marginal. Principalele repere ale noii orientări a politicii monetare merită însă a fi consemnate succint, întrucât ele formează germenii construirii unei politici monetare bazată pe principiile general valabile în economia de piață.

Astfel, Banca Națională a renunțat la *monopolul intermediarii financiare*, solicitând băncilor comerciale ca lichiditățile suplimentare să fie plasate pe piața interbancară. Efectul practic imediat nu a fost decât retragerea depozitelor CEC de la Banca Națională și plasarea lor pe incipienta piață interbancară. Aproape concomitent, Banca Națională a procedat la abolirea vechiului mecanism de refinanțare descentralizată în teritoriu, bazat pe plafoane de refinanțare acordate trimestrial fiecărei sucursale a băncilor comerciale. Centralizarea refinanțării a produs inițial doar modificări operaționale, rămânând în vigoare atât mecanismul de principiu (linii de credit ca singur instrument), cât și durata pe care acestea erau acordate (3 luni). Din octombrie 1991, durata a fost coborâtă la o lună. De asemenea, creditele pe termen mijlociu și lung au fost retrase.

Din luna octombrie 1991 *au fost abolite plafoanele de credit*, băncile fiind abilitate să acorde credite în măsura capacității de a atrage resurse monetare.

Dobânzile practicate de Banca Națională au crescut treptat, de la 3% în 1990, la 18% în ultimul trimestru al anului 1991. În

mod formal, Banca Națională a renunțat la orice prerogative în stabilirea nivelului și structurii dobânzilor băncilor comerciale. Având în vedere amploarea procesului inflaționist declanșat o dată cu începutul liberalizării prețurilor, aceste din urmă măsuri apar derizorii și fără impact notabil.

La începutul anului 1992, a intrat în funcțiune *noul mecanism de refinanțare al Băncii Naționale, bazat pe trei instrumente: linii de credit, creditul de licitație și creditul pe termen fix*. În intenția autorităților, cele trei mecanisme ar trebui să prefigureze rescontul, operațiunile de open-market și creditul lombard.

Din luna martie 1992, a fost introdus *meccanismul rezervelor obligatorii* pentru a completa instrumentele de control indirect al multiplicării depozitelor în economie. Într-o primă etapă, în baza de calcul au fost cuprinse doar depozitele în monedă națională ale agenților economici. Spre sfârșitul anului, baza de calcul a fost lărgită prin includerea depozitelor în monedă națională ale populației, iar din februarie 1994 s-a extins și asupra depozitelor în valută ale rezidenților.

În cursul anului 1992, s-a manifestat prima tentativă a Băncii Naționale de a conferi dobânzilor rolul normal în economia de piață. Corelarea ratelor dobânzii practicate de Banca Națională cu acelea ale inflației a fost considerată primul pas în această direcție. Astfel, rata dobânzii de referință a Băncii Naționale (la linii de credit) a crescut treptat, de la 18% pe an, la 80% începând cu 25 mai - nivel care ar fi trebuit să fie pozitiv în termeni reali, dacă inflația s-ar fi înscris în limitele anticipate.

În ultimele luni ale anului 1992, și-au făcut apariția, în forță și ocupând o pondere din ce în ce mai mare, creditele acordate de Banca Națională în condiții preferențiale, care au fost justificate de autorități prin nevoia imperioasă de a sprijini anumite sectoare ale economiei, în special agricultura.

Cea mai mare parte a anului 1993 s-a scurs fără inițiative notabile în domeniul politicii monetare. Abia în luna august,

Consiliul de Administrație al Băncii Naționale a luat hotărârea de a nu mai reînnoi preferințele ce expirau la finele anului. Acalmia a fost întreruptă doar de finalizarea acordului dintre Banca Națională și Ministerul Finanelor prin care s-a pus practic capăt *finanțării gratuite, nelimitate și automate* de către Banca Națională a deficitului bugetului de stat. Efectul practic imediat a fost sterilizarea unui volum de lichiditate de circa 300 miliarde lei (echivalentul a 11% din masa monetară din acel moment).

În ultima parte a anului 1993, s-a declanșat procesul de înscriere a politicii monetare în coordonatele normale. În mod formal, a fost luată o singură măsură: conturile deschise băncilor comerciale la sucursalele Băncii Naționale se consolidează zilnic într-un singur cont deschis la Centrala Băncii Naționale. Acest cont, ce putea înregistra doar disponibilități pe baza cărora se căleauau rezervele obligatorii, poate înregistra în noile condiții și sold debitor (overdraft), pentru care se percepe o dobândă specială. Practic însă, Banca Națională a optat pentru două direcții de acțiune consistente: *escaladarea rapidă a ratei dobânzii și reducerea drastică a lichidității*. Rata dobânzii la linia de credit a rămas la 70%, dar celelalte dobânzi au cunoscut creșteri de neimaginat cu câteva luni înainte: 106%, 150% și în final 250% pentru creditul overdraft; 160% și apoi 260% pentru îndeplinirea rezervelor obligatorii. Creditul de licitație, cu durată de o săptămână, acordat pentru sume din ce în ce mai mari, pe măsura reducerii liniilor de credit, a ajuns, la sfârșitul lunii decembrie, să înregistreze o dobândă medie de peste 230%.

În privința lichidității din sistemul bancar, trebuie spus de la bun început că, în întreaga perioadă de după 1990, dar mai ales după eliminarea plafoanelor de credit, băncile comerciale au înregistrat fără încetare un semnificativ exces de lichiditate, ce s-a prelungit până la sfârșitul anului 1993, ceea ce a condus la un întreg cortegiu de neajunsuri.

În primul rând, creația monetară excesivă a băncii centrale a *întârziat procesul*

de atragere și redistribuire a resurselor bănești temporar disponibile la populație și în economie. Atât de pronunțat a fost dezinteresul băncilor pentru atragerea economiilor populației, încât nu s-a confirmat regula - întâlnită pe scară largă în țări care înregistrează represiune financiară - ca băncile să prolifereze pentru a atrage bani ieftini de la populație. În al doilea rând, *piața interbancară a întârziat să se dezvolte*, ca urmare a accesului facil la emisiunea băncii centrale. În al treilea rând, a fost alimentat un comportament al băncilor comerciale lipsit de perspectivă pe termen lung. Convingerea acestora că prin credite ieftine se asigură eficiența investițiilor și se minimizează riscul apariției creditelor neperformante este o iluzie care se risipește în momentul - inevitabil - în care condițiile de pe piața monetară se normalizează și dobânzile devin pozitive în termeni reali.

Principala cauză a excesului de lichiditate din sistem a fost *acceptarea creditelor preferențiale*, născute în toamna anului 1992, la foarte scurt timp după ce Banca Națională încercase să aducă dobânda la niveluri pozitive în termeni reali. Este îndoielnic dacă scopul declarat pentru care au fost acordate a fost atins ca urmare a acestor credite sau pur și simplu pentru că se creaseră condiții materiale adecvate. Certe sunt însă *efectele secundare*:

- rata medie a dobânzii practică de Banca Națională a coborât veteginos, de la peste 60% pe an în luna iunie 1992, la numai 20% pe an în aprilie 1993, anihilând practic politica de dobânzi a Băncii Naționale;

- băncile comerciale au fost asaltate de bani ieftini până într-o asemenea măsură, încât nici măcar creditele preferențiale nu mai erau trase în totalitate;

- s-a întărit impresia că nivelul dobânzilor ar fi o chestiune legată de bunăvoința sau bunul plac al Băncii Naționale, de unde presiunile pentru a deschide tot mai larg cutia Pandorei. O dată acceptat compromisul, tot mai multe s-au arătat a fi domenii de activitate care se



considerau îndreptățite la accesul la creditele preferențiale;

- creditele preferențiale au indus distorsiuni suplimentare în alocarea resurselor, beneficiarii de credite dovedind, în mod rațional de altfel, dezinteres în drămuirea consumurilor și în utilizarea propriilor lichidități;

- cum domeniul principal de creditare preferențială a fost producția agricolă vegetală, în anul 1992 a apărut o situație absolut paradoxală: producătorii agricoli își păstrau recolta în hambare, reluându-și producția pe seama creditelor ieftine, în timp ce consumul de cereale pentru populație era asigurat prin import.

Este puțin probabil că Banca Națională ar fi putut refuza, în totalitate, în condițiile date, creditele preferențiale, dar termenii în care acestea au fost acordate au frizat absurdul. Volumul uriaș (peste 360 miliarde lei, reprezentând la apogeu 96,6% din totalul refinanțării), diferențialul ultra-generos al dobânzii (față de o dobândă curentă de 70% pe an, creditele preferențiale au fost acordate, în mare parte, cu 13% pe an, acoperind inflația pe o singură lună) și controlul ineficient asupra utilizării creditului pentru destinațiile stabilite au transformat acest mecanism într-o mostră a minimului de rezultate cu maximum de costuri. Această stare de fapt a condus la o poziție tranșantă, exprimată public de banca centrală, în vara anului 1994.

Decizia sprijinirii prin dobânzi puternic subvenționate a unor sectoare "sensibile" apărea logică în contextul general al politicii economice a statului, în perioada analizată. O serie de prețuri nu fuseseră liberalizate, autoritățile urmărind pe această cale să evite șocurile asupra categoriilor celor mai defavorizate ale populației. În aceste condiții, creditarea preferențială a fost asigurată cu precădere pentru ramurile ale căror prețuri erau controlate de stat (agricultură, energie). Liberalizarea deplină a dobânzilor ar fi fost inoportună și s-ar fi putut întoarce împotriva obiectivelor strategice ale

unei politici monetare raționale.

Totuși, deteriorarea condițiilor de producție nu poate fi contracarată prin pârguiri monetare decât cu totul vremelnice. Prin alte dezavantaje, acestea din urmă introduc un nou element de distorsiune, care face mai dificilă evaluarea corectă a performanțelor economiei. S-a ajuns la situația în care, exact în momentele în care agenții economici refuzau să utilizeze chiar și creditele preferențiale, se înteteau criticile la adresa Băncii Naționale, considerându-se că o politică monetară pretins restrictivă ar fi cauza reducerii activității în sectorul real. În realitate, explicația principală a căderii producției rezidă în dificultățile de adaptare ale ofertei interne la volumul și structura cererii agregate. De asemenea, sectorul real a fost afectat de incertitudinile pe care le genera accelerarea procesului inflaționist, pe de o parte, și accesul limitat la resurse valutare, pe de altă parte. În plus, menținerea sub control a anumitor prețuri cu ridicata la niveluri departe de cele reale introducea distorsiuni suplimentare și inhiba producția. S-a dovedit astfel, mai clar decât oricând până atunci, că emisiunea monetară fără acoperire, pentru creditarea preferențială a unor sectoare de activitate, nu este de natură să stimuleze creșterea reală, ci doar menține distorsiunile în alocarea resurselor și inhibă creșterea în sectoarele potențial viabile.

Un alt efect negativ a fost excesul relativ de lichiditate din economie, antrenat de abundența creditării preferențiale, care a atras majorarea artificială a cererii de valută. Aceasta se datora nu numai migrației naturale către valută - pentru valorificarea reală a disponibilităților bănești, ce se putea realiza prin majorarea importurilor - ci și cererii de valută pentru motive speculative. Ambele fenomene au majorat dezechilibrul de pe piața valutară, contribuind suplimentar la deprecierea cursului leului¹.

Politica de reducere a lichidității din sistemul bancar s-a materializat, începând din a doua parte a anului 1993, prin abolirea finanțării automate a deficitului public,

POLITICA MONETARĂ ÎN ROMÂNIA POSTCOMUNISTĂ

utilizând mecanismul contului trezoreriei statului deschis la Banca Națională. Faptul că, ulterior, poziția conturilor guvernamentale s-a ameliorat nu a făcut decât să evite presiunile politice pentru revenirea la practicile anterioare.

O dată cu înăsprirea politicii de dobânzi, controlul lichidității s-a făcut mult mai riguros. Pentru a se asigura că va crea într-adevăr o "foame" de lei, autoritatea monetară a decis, oarecum mai puțin ortodox, să solicite rezerve obligatorii pentru depozitele în valută, constituibile în lei. Eficacitatea măsurii a devenit evidentă atunci când băncile s-au oferit ele însele, să constituie rezervele în dolari, propunere pe care Banca Națională a respins-o.

Pentru a evita orice posibilă "scurgere", Banca Națională a completat aceste măsuri dure cu un set de reguli prudențiale, care cuprinde *limitarea poziției valutare deschise, adecvarea capitalului și limitarea accesului la descoperitul de cont.*

De această dată, măsurile și-au găsit rapid ecou în sistemul bancar. Băncile comerciale au început o autentică competiție pentru atragerea de depozite, în special de la populație, dobânzile oferite urcând în prima jumătate a anului 1994 până la 32,5 la sută pentru un singur trimestru. S-au diversificat instrumentele de economisire oferite (certificate de depozit pe diferite termene, carnete de economii la vedere și pe termen, acțiuni). Pentru creditele acordate, rata lunară a dobânzilor a ajuns până la 14-15 la sută.

Primele rezultate care se pot măsura până în prezent au fost spectaculoase. Rata inflației (CPI) a scăzut abrupt, depășind previziunile - oricum optimiste - din Memorandum-ul adresat de guvernul român pentru un nou acord stand-by cu Fondul Monetar Internațional. În aceste condiții, *pentru prima oară, dobânzile oferite la depozite au întrecut substanțial rata inflației.* După mai mulți ani, s-a produs și "minunea" unor scăderi de prețuri pe piață, fără caracter sezonier. Probabil cel mai important preț de pe piața liberă (neoficială) care a scăzut

puternic a fost cel al dolarului: după ce a atins un vârf, din motive speculative, de aproape 2.100 lei/dolar la începutul lunii ianuarie 1994, el a scăzut într-o lună și jumătate, la mai puțin de 1.700 lei/dolar - nivel echivalent cu cel de la sfârșitul lunii octombrie 1993 - care s-a menținut practic stabil până de curând.

Ar fi fost de așteptat ca restricțiile severe de pe piața creditului să antreneze o nouă contracție a producției, poate chiar *across the board*. Din motive care nu pot fi încă precizate cu certitudine, o asemenea tendință nu s-a produs. Dimpotrivă chiar: producția și exportul au continuat să crească, acoperirea cu comenzi pentru lunile următoare în industrie și construcții fiind mai bună decât oricând în ultimii ani. O explicație ar fi aceea că reducerea absorbției interne a putut fi compensată de cererea pentru export - cum s-a întâmplat, cu decenii în urmă, în Coreea de Sud. Posibil ca altă explicație să fie reducerea imobilizărilor de resurse în stocuri și o ameliorare a eficienței pe seama creșterii productivității muncii (întrucât relansarea în industrie s-a produs concomitent cu reducerea forței de muncă în această ramură). Nu este exclusă o anumită creștere în termeni nominali a arieratelor pentru acomodarea temporară a nevoii de lichiditate.

Indiferent care ar fi explicațiile acestui fenomen - multe urmând a fi studiate în continuare -, cert este că, în absența efectului advers clasic al politicii monetare restrictive, aceasta pare a fi devenit pilula amară înghițită mai ușor decât se sperase.

Politica valutară

O componentă inseparabilă a politicii monetare este politica valutară. În cele ce urmează vom prezenta pe larg evoluțiile acesteia după 1990, din cel puțin două considerente:

- a reprezentat domeniul care a înregistrat *cele mai mari fluctuații și*



inconsistențe, transmițând un mesaj nefavorabil în interior și în exterior. Trecerea în revistă a erorilor trecutului poate servi pentru evitarea lor în viitor;

- în perspectiva deschiderii tot mai accentuate spre exterior, *politica valutară tinde să ocupe locul central în politica monetară*, fapt care obligă la pragmatism și rigoare.

La începutul anului 1990, România nu înregistra datorii externe și dispunea de rezerve valutare de circa 1,5 miliarde dolari. Această situație reprezenta însă rezultatul unei politici economice voluntariste a vechiului regim, care a forțat exporturile până la secătuirea resurselor țării și a amputat importurile până la punerea în pericol a potențialului productiv al economiei. Poziția financiară externă favorabilă era susținută exclusiv prin pârghii administrative: consumul și producția erau strict controlate, exportul și importul erau dirijate centralizat, iar cursul valutar nu avea un rol practic în echilibrarea balanței de plăți.

Abandonarea mecanismelor administrative de reglare a comerțului exterior a condus rapid, încă din anul 1990, la *deteriorarea balanței de plăți și la consumarea rezervelor valutare*. Cauzele acestei evoluții sunt multiple:

- dezechilibrele structurale generate de modelul bazat pe conducerea centralizată a economiei;

- reorientarea fundamentală a economiei românești, respectiv trecerea de la modelul conducerii centralizate, la reglarea prin mecanismele pieței, situație care antrenează perioade mai lungi sau mai scurte de nesincronizări în politica economică;

- șocurile economice cauzate de o conjunctură internațională deosebit de nefavorabilă: prăbușirea comerțului cu țările membre CAER, implicațiile crizei din Golf și ale celei iugoslave etc.

Ca și alte mecanisme vitale ale economiei naționale, *regimul valutar* nu a putut fi reorientat dintr-o dată, etapele parcurse pe această cale urmărind, în esență,

evoluția reformei economice din țara noastră, în condițiile concrete determinate de schimbările politice de după decembrie 1989. Pe parcurs, o dată cu cristalizarea opțiunilor și strategiei de reformă economică, s-a putut contura regimul valutar, printr-un proces desfășurat în mai multe etape. Privită a posteriori, *evoluția a fost oscilantă, s-au înregistrat modificări abrupte și, nu de puține ori, măsurile adoptate s-au dovedit a fi contraproductive*.

Regimul cursului valutar și politica urmată de statul român în acest domeniu în perioada de după 1989 au avut evoluții ce pot fi încadrate în următoarele perioade distincte:

- ianuarie - septembrie 1990: curs (comercial) unic, fix, puternic supraevaluat;

- septembrie 1990 - noiembrie 1991: cursuri duale; supraevaluare *de facto*;

- noiembrie 1991 - mai 1992: curs unic, flotant controlat, menținut *de facto* supraapreciat. Cedare integrală a valutei din export;

- mai 1992 - aprilie 1994: aceleași trăsături principale, dar valuta este (integral) la dispoziția exportatorilor;

- aprilie 1994 - prezent: curs liber de piață, convertibilitatea de cont curent devine fapt.

A. Perioada ianuarie - septembrie 1990

Imediat după abolirea monopolului valutar și asupra comerțului exterior, perioada s-a caracterizat prin dolarizarea parțială a economiei și decompimarea bruscă a restricțiilor cu privire la import, care a condus la creșterea abruptă a acestuia, încă din primele luni ale anului 1990. Concomitent, absența măsurilor de stimulare, ca și evoluțiile externe nefavorabile au antrenat scăderea semnificativă a exportului. Situația inițial favorabilă a rezervelor valutare a condus la *opțiunea de menținere a unui curs valutar fix și alocare administrativă a valutei*, în condițiile abolirii *de facto* a măsurilor administrative de reglare a exporturilor și importurilor. S-a procedat la devalorizare

monedei naționale, de la 16 lei/dolar la 21 lei/dolar, iar noul curs a fost menținut fix, ca o pârgă pentru temperarea presiunilor inflaționiste.

Evoluțiile din economia națională care au urmat adoptării acestor opțiuni de politică valutară au fost net defavorabile. Distorsiunile și dezechilibrele au fost mai adânci decât se anticipase, iar fixitatea cursului valutar ca ancoră pentru combaterea inflației s-a dovedit iluzorie și a avut efecte dezastruoase. Practic, rezerva valutară oficială existentă la sfârșitul anului 1989 a fost epuizată în numai nouă luni, mai rapid decât în cele mai pesimiste scenarii.

Modificarea balanței comerciale a fost dramatică: exporturile au scăzut într-un singur an cu 44%, iar importurile au crescut cu 8,1%. Ca urmare, soldul balanței comerciale pe relația devize convertibile a trecut de la un excedent de 2,36 miliarde dolari în 1989, la un deficit de 1,96 miliarde dolari în anul 1990. Pe relația clearing în ruble transferabile, în aceeași perioadă, deficitul a crescut de la 0,76 miliarde ruble transferabile la 1,9 miliarde ruble transferabile.

Este semnificativ faptul că expansiunea importurilor s-a produs concomitent cu scăderea producției interne (PIB real a scăzut în 1990 cu 5,6%). În aceste condiții, importurile au ajuns să reprezinte 24,9% din PIB în 1990, față de 16,4% în anul precedent.

Deși aceste evoluții nefavorabile au fost determinate de un complex de factori economici, sociali, politici, consumarea integrală a rezervelor valutare a fost favorizată de cadrul economic constituit prin menținerea cursului fix stabilit administrativ și alocarea central-guvernamentală a resurselor valutare, în ciuda unor profunde schimbări instituționale (desființarea instrumentelor de planificare, a unei mari părți din balanțele materiale etc.). Singurul efect practic al acestei opțiuni de politică valutară a fost subvenționarea indirectă, pe seama rezervei valutare, a unor importuri ieftine, amplificate de existența unui exces de

masă monetară în circulație.

Experiența anului 1990 a arătat că:

- inflația internă poate fi controlată pe seama unui curs supraevaluat al monedei naționale numai dacă există o rezervă valutară suficientă, iar o astfel de politică poate fi urmată numai o perioadă limitată de timp (până la epuizarea rezervei);

- menținerea echilibrului prețurilor interne pe seama dezechilibrării balanței de plăți și consumării rezervei valutare este un lux costisitor și fără orizont;

- echilibrul extern este vital pentru independența țării și din acest punct de vedere poate fi mai important decât evitarea inflației; el trebuie menținut chiar cu costul dureros al creșterii prețurilor interne.

B. Perioada septembrie 1990 - noiembrie 1991

Prin Legea nr. 15 (august 1990) a apărut prima reglementare valutară de după 1989: a fost stabilit dreptul regiilor autonome și al societăților comerciale cu capital de stat de a efectua direct operațiuni de comerț și de a dispune de o parte din veniturile nete de valută (inițial, 30%, iar la 1 februarie 1991, 50%). Această prevedere legală a creat premisele pentru o politică de cursuri duale.

A fost menținută opțiunea pentru un curs oficial fix, care să limiteze creșterea prețului intern al importurilor. Modificarea cursului oficial la 35 lei/dolar, o dată cu liberalizarea prețurilor din noiembrie 1990, iar apoi la 60 lei/dolar, în aprilie 1991, concomitent cu a doua etapă de liberalizare a prețurilor, au reprezentat tentative de ținere sub control a procesului de depreciere a monedei naționale, cursul oficial menținându-se însă de fiecare dată puternic supraevaluat. (De notat că imediat după prima etapă de liberalizare a prețurilor, cursul pe piața neoficială a ajuns la 180 lei/dolar).

Având în vedere prevederile Legii nr. 15/1990, în februarie 1991 a fost deschisă piața valutară interbancară, unde s-a tranzacționat partea de 50% rămasă la



dispoziția exportatorilor. S-a creat astfel regimul valutar bazat pe două cursuri ale monedei naționale, prin care o parte a tranzacțiilor externe se decontează la cursul oficial, iar cealaltă la cursul stabilit pe piață. În luna iulie, au fost deschise *casele de schimb valutar*, ceea ce a permis accesul legal al persoanelor fizice la piața valutară și a limitat drastic proporțiile "pieței negre" și ale "dolarizării" economiei naționale.

În esență, sistemul valutar dual a reprezentat *a doua încercare de a utiliza cursul ca o ancoră pentru stabilirea prețurilor* - în special cele pentru energie - în intenția de a sprijini ajustarea fără perturbații majore a întreprinderilor consumatoare de materii prime din import. De remarcat că România a fost singura dintre țările central și est-europene unde Fondul Monetar Internațional a acceptat o asemenea abordare gradualistă.

În practică, cursul oficial al leului a rămas supraevaluat și a menținut presiunea pentru creșterea în continuare a importurilor, ajustarea dorită a consumurilor producându-se pe o scară foarte modestă. Mecanismul a stimulat importurile și a descurajat exporturile, în condițiile în care exportatorii aveau obligația să schimbe jumătate din încasările valutare la un curs neacoperitor. De altfel, exportatorii au adoptat diverse subterfugii pentru a nu repatria încasările valutare, promovând pe o scară largă operațiuni de barter sau întârziind voluntar încasările.

În aceste condiții și în absența unei strategii de stimulare a exporturilor, a crescut *dependența echilibrării balanței de plăți curente de finanțare externă*. Dar creditele externe au fost utilizate, în cea mai mare parte, nu pentru restructurarea producției și re tehnologizare, ci pentru continuarea unor consumuri neraționale și de multe ori lipsite de finalitate (producția pe stoc).

Presiunile pentru decontarea importurilor la cursul oficial mai avantajos au crescut, pe măsură ce decalajul între acesta și cursul pieței interbancare s-a amplificat. Ținerea sub control a prețurilor materiilor

prime de bază s-a făcut pe seama consumării unor resurse valutare însemnate, acumulate prin împrumuturi externe. În perioada aprilie-octombrie 1991, intrările efective la fondul valutar al statului din schimbul la cursul oficial a 50% din încasările la export au fost de 611 milioane dolari, în timp ce plățile pentru importuri la acest curs au fost de 1269 milioane dolari.

Mecanismul cursului dual a limitat, pentru o perioadă scurtă de timp, presiunile inflaționiste, întrucât cea mai mare parte a importurilor energetice și de materii prime s-a realizat la cursul oficial. Aceasta a reprezentat, practic, *finanțarea prin credite externe a unei relative stabilități a prețurilor interne*. Pe lângă faptul că o asemenea opțiune este nesustenabilă pe termen mediu, menținerea decalajului între prețurile interne și cele externe (de fapt o subvenționare mascată a consumului intern) a stimulat risipa și întârzierea restructurării economice.

C. Perioada noiembrie 1991 - mai 1992

În luna noiembrie 1991, cursul interbancar, ajuns la circa 300 lei/dolar, a fost unificat cu cel oficial de 60 lei/dolar, noul curs unic fiind stabilit la *180 lei/dolar*. La acest nivel au fost aliniate prețurile materiilor prime și ale tuturor celorlalte importuri, fapt care a reprezentat un pas decisiv pe calea armonizării prețurilor interne cu cele internaționale.

A fost introdus un *nou regim valutar*, prin care toate încasările din exporturi ale agenților economici sunt automat decontate în lei la cursul unic (*cedarea valutei către sistemul bancar*), iar importurile se realizează pe seama cumpărărilor de devize pe piața valutară.

Având în vedere experiența anterioară nefavorabilă, în domeniul politicii de fixitate a cursului, prin noul regim valutar s-a declarat opțiunea pentru *flotarea controlată a cursului monedei naționale*.

În primele două luni de la instituire, noul regim a funcționat bine. Deprecierea

POLITICA MONETARĂ ÎN ROMÂNIA POSTCOMUNISTĂ

leului cu numai 5% până la sfârșitul anului - mult mai lentă decât creșterea din aceeași perioadă a prețurilor interne - are două explicații majore:

- impactul inițial al majorării energiei și altor materii prime fusese luat în considerare la stabilirea cursului unic, care era relativ subapreciat față de prețurile interne din luna octombrie;

- Banca Națională a sprijinit prin vânzări de valută pe piață stabilizarea cursului de schimb la un nivel care să nu inducă presiuni inflaționiste nejustificate.

Începând cu primele luni din 1992 s-a intrat însă pe o evoluție general nefavorabilă. Pe plan intern, s-a accentuat presiunea inflaționistă, având la bază cel puțin două cauze principale:

- impactul unificării cursurilor asupra prețurilor interne. Practic, s-a produs majorarea cvasiautomată, în lanț, a prețurilor, eforturile de restructurare a producției și consumurilor fiind modeste. Or, în absența ajustării consumului, deprecierea monetară nu conduce decât la intrarea pe o spirală inflaționistă;

- excesul de lichiditate de pe piața monetară internă, determinat de efectuarea compensării globale a arieratelor agenților economici. Această măsură a fost adoptată de Parlamentul României în decembrie 1991, într-un moment în care blocajul plăților amenința să prejudicieze grav activitatea din economie. Întrucât măsura a atacat nu cauzele, ci efectele blocajului financiar, rezultatul imediat a fost creșterea creditului cu circa 490 miliarde lei și un spor de peste 200 miliarde lei al masei monetare. Această din urmă cifră a echivalat cu aceea a creșterii depozitelor în lei constituite pentru cumpărarea de valută la începutul anului 1992. Transpare astfel relația dintre expansiunea monetară internă - neacoperită în producție suplimentară - și presiunea asupra balanței de plăți externe și a cursului valutar.

Pe plan extern, întârzierea finanțării negociate cu instituții internaționale (Grupul 24 și Banca Mondială) a scăzut capacitatea de

plată și a pus în dificultate Banca Națională în asigurarea și menținerea rezervelor valutare. S-a creat un decalaj însemnat între cererea și oferta de valută, producându-se perturbații în derularea importurilor și a producției interne.

Condițiilor interne și externe convergent nefavorabile li s-a adăugat decizia politică de blocare a cursului valutar în perioada februarie - mai 1992. Pentru a treia oară de la începutul anului 1990, pentru temperarea inflației interne a fost aleasă calea menținerii leului la un nivel fix - din ce în ce mai supraevaluat în termeni reali. În consecință, s-au produs aceleași efecte: stimularea importurilor și penalizarea exporturilor; dezechilibrul valutar în creștere, acoperit prin majorarea datoriilor externe; influență cu totul marginală asupra evoluției prețurilor interne, ancora cursului valutar fiind prea slabă pentru controlul unui proces inflaționist cu rădăcini adânci.

Mecanismul de cedare integrală a valutei, instituit în noiembrie 1991, și-a putut dovedi viabilitatea numai în primele două luni, când au fost respectate regulile pieței. Ulterior, credibilitatea mecanismului a fost în totalitate compromisă, amplificând distorsiunile și dezechilibrele deja existente pe piața internă. De menționat că regimul cedării în totalitate a valutei funcționează bine în Ungaria, Polonia, Cehia și Slovacia.

Cursul caselor de schimb, care rămăsese constant în perioada septembrie - decembrie 1991 - întrucât noul mecanism valutar se dovedea viabil și conducea la atenuarea anticipațiilor inflaționiste - a cunoscut un proces rapid de eroziune în primele cinci luni ale anului 1992. În aceeași perioadă de timp, încasările efective din exporturi s-au diminuat îngrijorător, ca urmare a întârzierii voluntare a repatrierii acestora.

Condițiile adverse prezentate anterior au îndepărtat momentul în care rezervele valutare ale României ar putea ajunge la un nivel asigurator. Rezervele valutare oficiale au fost folosite în cea mai mare parte pentru achitarea unor importuri de



importanță deosebită și pentru vânzări pe piață pentru sprijinirea cursului valutar. Altfel spus, dezechilibrele au fost acoperite prin consumarea rezervelor valutare și prin împrumuturi externe.

Privită prin această prismă, îndatorarea țării produsă după anul 1990 a servit, în cea mai mare parte, alimentării cu resurse pentru atenuarea temporară a gravelor probleme din unele sectoare ale economiei; de exemplu, importurile de produse agro-alimentare au fost de 3-4 miliarde dolari, mai mari decât toate creditele externe primite până acum de România.

Pe de altă parte, a reieșit încă o dată că înghețarea administrativă la un nivel supraevaluat a cursului leului nu este de natură să conducă la creșterea încrederii populației și a agenților economici în politica economică, în general, și în aceea valutară, în special. Dacă se mențin anticipațiile inflaționiste, se antrenează inevitabil deprecierea suplimentară a monedei pe piața liberă. Agenții economici, la rândul lor, sunt tentați să-și constituie rezerve în prețuri pentru a acoperi previzibila deteriorare a leului.

D. Perioada mai 1992 - aprilie 1994

Inițiativele anterioare de stabilizare a cursului leului la un nivel nerealist au condus la eșecuri, materializate în continuarea inflației, menținerea dezechilibrului extern, întârzierea restructurării interne, imposibilitatea constituirii de rezerve valutare adecvate. Un nou mecanism valutar, însoțit de un pachet de măsuri de politică monetară a fost adoptat în mai 1992: astfel, *s-a permis agenților economici menținerea integrală a încasărilor din exporturi*, în conturi deschise la bănci din România, iar *cursul de schimb a fost lăsat, treptat, să își regăsească echilibrul la nivelul stabilit de piață*. Totodată, ratele dobânzii au fost majorate la 50-80%, în vederea reprimării inflației și stabilizării cursului prin mărirea atractivității activelor în lei.

Rezultatele obținute în primele luni

de aplicare a acestui mecanism au fost spectaculoase:

- ca urmare a stimulării exportatorilor, volumul mediu lunar al exporturilor a crescut în perioada iunie-septembrie 1992 cu 25% față de primele 5 luni ale anului și cu aproape 30% față de perioada corespunzătoare din anul 1991;

- pentru prima oară, după 1989, timp de trei luni consecutiv (iulie-septembrie 1992), balanța comercială a fost excedentară;

- la casele de schimb valutar s-a înregistrat o întărire a leului, de la 450 lei/dolar în mai, la circa 400 lei/dolar în perioada iunie-august (la sfârșitul lunii august, marja dintre cele două cursuri ajunsese la un nivel insignifiant, asemănător celui din alte țări cu moneda convertibilă).

Cu toate acestea începând cu luna septembrie 1992 a primat decizia politică de temperare a deprecierei monedei, care, în condițiile menținerii unei rate înalte a inflației ("cu două cifre" lunar) și ale unor dobânzi bancare neacoperitoare, a condus, din nou, la efectele nefavorabile cunoscute: supraaprecierea artificială a monedei, incapacitatea autorităților de a da caracter efectiv convertibilității de cont curent declarate formal, menținerea dezechilibrului valutar și toate celelalte.

E. Perioada aprilie 1994 - prezent

Politica de austeritate, antiinflaționistă, promovată de autoritățile române începând cu ultima parte a anului 1993 a fost confirmată și de evoluțiile de pe piața valutară. Cursul pieței libere s-a apropiat până la identificare cu cel interbancar. Obiectivul "aterizării line" (respectiv, al unificării cursurilor și convertibilității *de facto*) s-a realizat într-o perioadă mai scurtă și cu efecte adverse, practic, inexistente.

Condițiile mult ameliorate ale mediului economic au permis și trecerea formală, începând cu 1 august 1994, la o *pieță valutară interbancară* - scoasă de sub controlul administrativ al Băncii Naționale - ceea ce a

contribuit suplimentar la creșterea încrederii operatorilor de pe piață.

Ceea ce nu s-a putut realiza prin metode administrative, specifice mai degrabă vechiului regim, a devenit fapt prin "simpla" *orientare rațională și consistentă a politicilor economice*, aproape exclusiv prin mijloace indirecte, specifice pieței.

O analiză obiectivă și detaliată a politicii este realizată în Raportul anual 1993 al Băncii Naționale:

"Segmentul cel mai sensibil al politicii monetare l-a reprezentat, în întreaga perioadă de tranziție, politica valutară. Aceasta, și în mod special cursul leului, s-a aflat neîncetat în atenția opiniei publice și a forțelor politice, întrucât impactul asupra vieții de zi cu zi este mai lesne sesizabil. În plus, politica valutară este considerată, îndeobște, ca o trăsătură definitorie a suveranității naționale. Acești factori atrag însă un risc implicit: ca politica valutară să fie abordată mai degrabă emoțional decât pragmatic, atașându-se unor obiective cantitative, fără semnificație reală, o importanță disproporționat de mare. Altfel, nu de puține ori, opinia publică a acordat nivelului cursului valutar un statut cu totul aparte, fără a ține seama de corelațiile obiectiv necesare ce trebuie să existe între nivelul cursului, pe de o parte, și diferențialul de inflație, costul creditului, situația balanței comerciale și a rezervei valutare, pe de altă parte.

În afara factorilor de natură emoțională, stabilirea cursului leului a fost afectată și de preocuparea pentru utilizarea acestuia ca pârghie antiinflaționistă. Această abordare este, de altfel, până la un anumit punct, justificată atât teoretic, cât și de experiența altor țări: cursul valutar poate fi, într-adevăr, o ancoră nominală antiinflaționistă, chiar dacă utilizarea ei generează pericolul unei anumite deteriorări a balanței de plăți externe. În cazul unei țări cu un grad scăzut de îndatorare externă, cum este România, acest pericol poate fi, o perioadă de timp, ținut sub control.

Argumentele prezentate au fost suficient de puternice pentru ca în întreaga perioadă de după 1990, explicit sau implicit, cursul valutar să fie menținut la un nivel supraevaluat în raport cu condițiile existente pe piață. Banca Națională a căutat să adopte o poziție echilibrată: pentru a evita agravarea tensiunilor interne, a limitat deprecierea, inclusiv prin pârghii administrative, dar a permis ca aceasta să se realizeze treptat, pentru a nu spori dificultățile balanței de plăți. Se poate afirma că Banca Națională a urmărit o cale de mijloc între constrângerile de ordin intern (în special, spirala inflaționistă) și cele legate de sustenabilitatea balanței de plăți externe. Paradoxal este că, și atunci când cursul leului la licitația interbancară - controlat de Banca Națională - îl depășea pe cel de pe piața liberă cu 30-40 de procente, nu au lipsit voci care acuzau Banca Națională că slăbește excesiv de mult moneda națională. Aceste critici se bazau pe un pretins calcul al parității puterii de cumpărare, calcul care, în lipsa unei metodologii extrem de riguroase, generează rezultate contradictorii, de multe ori iluzorii, cu o semnificație limitată pentru fluxurile comerciale și financiare dintre două țări. Fapt este însă că, de-a lungul întregului an 1993, cursul leului stabilit la licitație a fost controlat de către banca centrală pentru a nu crea șocuri excesive asupra prețurilor interne, dar nivelurile stabilite nu au permis echilibrarea cererii cu oferta de valută.

Dezechilibrul cerere - ofertă la licitația interbancară, deci caracterul supraevaluat al cursului interbancar, în cursul anului 1993, a rezultat și din următoarele semnale convergente:

- *menținerea dezechilibrului contului curent.* Deficitul de 1.170 milioane dolari a reprezentat, în anul 1993, 19,5 la sută din încasările valutare curente. Întrucât, în teoria economică, cursul de echilibru este prin definiție cel care asigură sustenabilitatea contului curent al balanței de plăți, este de netăgăduit faptul că țara noastră s-a aflat departe de un asemenea punct, cu atât mai mult cu cât finanțarea externă a fost limitată;



- *decalajul permanent dintre cursul interbancar și cel determinat liber de piață.* De-a lungul întregului an 1993, pe piețele paralele (case de schimb valutar, piața "gri", piața "neagră") leul a fost cotelat mult mai slab decât pe piața interbancară. La începutul anului, când cursul oficial era de 460 lei/dolar, pe piețele paralele el atingea 700-800 lei/dolar; la sfârșitul lunii decembrie, când cursul interbancar a ajuns la 1.276 lei/dolar, pe piețele paralele el era de circa 2.000 lei/dolar. Se poate afirma, într-adevăr, că nici acestea din urmă nu au reflectat cu acuratețe nivelul indicatorilor fundamentali ai economiei, în funcție de care să se determine cursul valutar. Caracterul insuficient de reprezentativ al piețelor paralele, ca și influența, poate disproporționată, a factorilor ce țin de anticipări și de conjunctura de moment, nu pot fi trecuți cu vederea. Cu toate acestea, nivelul cursului valutar stabilit pe piață poate fi considerat ca deosebit de semnificativ pentru evaluarea de către operatori a politicii economice a statului;

- aceeași concluzie se degajă și dintr-un calcul, oricât de sumar, bazat, pe evoluția prețurilor interne comparativ cu aceea a cursului valutar. Astfel, în timp ce deflatorul PIB a înregistrat o valoare de 311,7 la sută în 1993, indicele mediu al cursului valutar s-a cifrat la 246,9 la sută. Aceasta înseamnă că în cursul anului 1993, în termeni reali, moneda națională s-a apreciat în raport cu dolarul SUA cu circa 23 la sută.

Experiența ultimilor ani arată că, în timp, supraevaluarea monedei naționale devine un lux costisitor și inefficient:

- supraevaluarea menține dependența de finanțarea externă și limitează orientarea către export a industriilor românești - singura șansă reală, pe termen lung, pentru o economie de talia celei a României;

- într-o economie deschisă, supraevaluarea monedei conduce la ieftinirea importurilor și, prin aceasta, sunt contraracate măsurile de protejare a producției interne. Dacă, într-o economie de piață matură, concurența externă poate avea un efect

benefic asupra performanțelor producției naționale, nu același lucru se poate spune despre o economie în tranziție care a abandonat de curând controlul administrativ al importurilor. În cazul României, deschiderea economiei, în condițiile persistenței supraevaluării leului, ar conduce pe termen lung la periclitarea gravă a întregii structuri productive;

- temperarea procesului inflaționist intern este limitată în timp, întrucât supraevaluarea puternică a monedei semnalizează operatorilor pe piață nesustenabilitatea unei asemenea politici. Ca urmare, comportamentul rațional al acestora este acela care determină includerea unor marje suplimentare în costuri, de natură să acopere riscurile deprecierii monetare. În felul acesta s-a menținut o rată accelerată a inflației, ce a fost alimentată, în mod paradoxal, chiar cu ajutorul instrumentelor desemnate să o limiteze".

Obstinația autorităților în menținerea unui curs supraevaluat apare cu atât mai de neînțeles, cu cât cea mai mare parte a prețurilor interne, cu excepția notabilă a prețului energiei, sunt constituite în realitate pornind nu de la cursul oficial, ci de la cel perceput de piață ca fiind de echilibru. Supraevaluarea cursului oficial menține de *facto* segmentarea pieței și practica cursurilor multiple, cu tot cortegiul de inconveniente legate de acestea.

O analiză imparțială a evoluțiilor nu poate să ignore în totalitate argumentele autorităților pentru o asemenea politică. Apare însă evident că în domeniul politicii cursului de schimb, pentru o mișcare mai accelerată către cursul de echilibru Banca Națională ar fi găsit cu mai multă ușurință aliați în rândul opiniei publice. În definitiv, supraevaluarea cursului îi stimulează pe importatori dar penalizează pe exportatori, întârziind nu numai restabilirea echilibrului balanței de plăți, ci și reluarea creșterii economice orientate spre export. Politica ezitantă în domeniul valutar nu a reușit decât să nemulțumească pe toată lumea. Pe de o

parte, pe conservatori, care calculau cursul de echilibru pe seama unei iluzorii parități a puterii de cumpărare, cu totul nerelevantă pentru operațiunile ce contează la determinarea echilibrului balanței de plăți. Acestora li s-a oferit și nesperatul argument că, în ciuda deprecierii, deficitul comercial s-a menținut. Pe de altă parte, pe reformiști, care vedeau în jumătățile de măsură simptomul indeciziei pentru redresarea radicală a problemei și riscul compromiterii valențelor mecanismului.

În acest context, indecizia autorităților românești apare cu atât mai stânjenitoare, cu cât toate celelalte țări est europene și-au depășit complexele, reușind cu rezultate destul de bune să asigure un curs de echilibru al monedelor lor. Îndoielile străinilor cu privire la opțiunea proreformistă a autorităților române au fost serios alimentate de acest domeniu aflat la interfața dintre România și restul lumii, ceea ce poate a generat o impresie nefavorabilă mai accentuată decât ar fi fost cazul. Nu trebuie însă pierdut din vedere că neîncrederea lumii occidentale în continuarea procesului reformist a determinat reticentele potențialilor investitori străini. S-a format astfel un cerc vicios: autoritățile nu liberalizau cursul în absența unor rezerve valutare care nu puteau fi constituite tocmai pentru că se menținea dirijarea arbitrară a cursului.

Pentru toate aceste motive, o mai mare hotărâre a autorităților era nu numai necesară, ci și posibilă. Faptul că ea a fost adoptată abia în primăvara anului 1994 a întârziat serios relansarea economiei și a amplificat costul social al reformei, adică tocmai cel în numele căruia măsurile decisive au fost mereu amânate.

Corelații între politica monetară și a cursului de schimb

Într-o accepțiune mai largă, politica monetară subsumează componenta valutară. Pierderea din vedere a acestui adevăr, cu atât

mai mult într-o economie deschisă, poate conduce autoritățile la adoptarea unor decizii parțiale, cu posibile efecte conflictuale.

Această aserțiune ar trebui să determine *accelerarea și coordonarea reformei*, pentru a atinge cel puțin pragul minim al schimbărilor, de la care nu numai că întoarcerea devine imposibilă dar, mai important, efectele benefice încep să precumpănească în raport cu costurile. În mod paradoxal, nevoia coordonării diferitelor componente ale reformei a fost utilizată cu abilitate tocmai de adversarii acesteia, care puneau în lumină pericolele antrenate de fiecare mișcare parțială, fără a oferi alte alternative decât imobilismul.

În privința politicii monetare în general și a componentei valutare în special, teama că acțiunea (inițiativa susținută) ar putea atrage pe termen scurt costuri insuportabile, a lovit chiar și pe cei mai reformiști dintre factorii de decizie.

Dacă factorii exogeni, la care ne-am referit mai sus, au limitat substanțial marja reală a autorității monetare, au existat inconsistențe chiar în cadrul deciziilor care țineau strict de responsabilitățile băncii centrale.

În primul rând, s-au irosit câteva ocazii favorabile pentru adoptarea unor măsuri decisive de politică monetară. Probabil că cel mai bun exemplu îl oferă momentul septembrie 1992. Inflația coborâse, în lunile de vară, la niveluri care prefigurau stăpânirea procesului. Cursul valutar se menținea de câteva săptămâni la același nivel pe piața interbancară și pe piața neoficială, arătând atingerea nivelului de echilibru. Pe plan politic, derularea procesului electoral anihila în mare măsură potențiala opoziție a conservatorilor, lăsând practic mână liberă băncii centrale. Cu toate acestea, decizia adoptată a fost aceea de înghețare a cursului, în speranța iluzorie că echilibrul se va menține indiferent de evoluția inflației.

În al doilea rând, chiar dacă anumite compromisuri erau inevitabile, banca centrală ar fi trebuit să evite incoerențele proprii

orientări, pentru a nu-și diminua singură șansele de izbândă. Două sunt corelațiile, binecunoscute de altfel, dar a căror respectare a fost, în mod straniu, pierdută din vedere:

Pe de o parte, este vorba despre *ratele interne ale dobânzii și deprecierea previzibilă a monedei*. Așa după cum s-a văzut, până spre sfârșitul anului 1993, dobânzile în lei s-au menținut negative, în termenii reali, atât în ceea ce privește creditele cât și, mult mai accentuat, la depozite. Nu trebuia ca operatorii economici să aibă cunoștințe economice universitare pentru a realiza că moneda națională și-a pierdut funcția de economisire și de conservare a valorii, refugiu cel mai la îndemână fiind valuta. În acest fel însă, s-au realizat concomitent mai multe contraperformance:

- scăderea încrederii în moneda națională accelera viteza de rotație și scădea cererea de bani, alimentând astfel procesul inflaționist intern;

- cererea suplimentară de valută, dincolo de nevoile tranzacționale firești, mărind disproporția între cerere și ofertă, accelerând deprecierea leului. Acest din urmă aspect a fost puternic alimentat prin întârzierea voluntară a decontărilor interne, indisciplină financiară creând pseudolichiditatea necesară pentru reducerea suplimentară a ofertei de valută pe piață;

- dincolo de implicațiile asupra cursului valutar, dolarizarea tot mai pregnantă a economiei naționale are, pe lângă alte efecte indezirabile, se pe acela al amplificării dificultăților băncii centrale în conducerea și stăpânirea fenomenelor monetare.

Pe de altă parte, este aproape de neînțeles cum, exact în perioadele în care adoptase decizia de temperare a deprecierei leului, banca centrală a acceptat *creșterea rapidă a lichidității*:

- la sfârșitul anului 1991, ca urmare a așa-numitei compensări globale a arieratelor, decisă de Parlament, masa monetară a crescut brusc cu peste 200 miliarde lei, *adică echivalentul a un miliard*

de dolari. Nu este întâmplător că *acesta este și nivelul cererii nesatisfăcute pe piață*, care a compromis regimul valutar ce abia fusese introdus;

- în toamna anului 1992, când stabilizarea cursului la 430 lei/dolar - nivel de echilibru pe piață în acel moment - a fost subminată printr-o infuzie de lichidități pe calea creditelor preferențiale.

Pe cât de lipsite de semnificație sunt în economia condusă centralizat, pe atât de importante devin politica monetară și componenta ei valutară în economiile de piață. Dificultățile în abordarea rațională a problemei sunt legate de următoarele:

- rigidități structurale ale mecanismului economic și, în particular ale sectorului real, care fac ca, în deciziile adoptate, să nu fie pierdut din vedere *riscul sistemic*. În consecință, în preocuparea de a evita colapsul, acestea sunt adesea mai puțin radicale decât ar prescrie teoria economică și chiar decât ar suporta organismul economic;

- insuficienta structurare a pieței, pe de o parte și, pe de altă parte, inexistența unor modele care să inspire secvența, cadenta și intensitatea celei mai potrivite obligă factorii de decizie să acționeze în orb, fără a avea măcar certitudinea unui *feed-back* suficient de prompt;

- preeminența proprietății de stat îngreunează și mai mult decizia, întrucât nu este exclusă o *reacție perversă* a organismului economic, al cărui comportament nu se modifică instantaneu;

- cunoașterea modestă a regulilor jocului, atât din partea factorilor de decizie, cât și din a celorlalți actori ai pieței oferă într-o anumită măsură o marjă de manevră suplimentară autorităților, ale căror erori nu sunt penalizate imediat de piață.

Toate aceste trăsături arată că decizia nu se poate baza decât pe mecanismul *"încercare și eroare"*, având însă ca obiectiv fundamental atingerea *pattern-ului* consacrat al mecanismului economiei de piață. Cu cât însă demontarea mecanismului de acționare a economiei centralizate este mai rapidă, cu atât

succesul tranziției apare mai curând, iar costurile de ansamblu sunt mai scăzute.

Există, desigur, limite ale suportabilității sociale și psihologice ale schimbării. Este de la sine înțeles că marja de manevră a autorităților *cehe*, bunăoară, era mai mare întrucât sectorul real al economiei era mai puțin dezechilibrat. În cazul *Ungariei*, trecerea la mecanismele economiei de piață se realiza deja de două decenii, astfel încât comportamentul social se adaptase în mod corespunzător.

Nu același lucru se poate spune despre *Bulgaria* și *România*, țări în care atât structura sectorului real, cât și mecanismele de funcționare ale economiei erau rigide și incompatibile cu o economie de piață. Ca urmare, autorităților li se impunea un număr de restricții, iar performanța pe linia reformei era, în mod obiectiv, diminuată.

Chiar dacă ținem seama de toate acestea, ezitățile și inconsecvența autorităților române în conducerea procesului de reformă în general și, în cazul analizei noastre, a politicii monetare și valutare au întârziat, la rândul lor, restabilirea echilibrelor fundamentale din economie. Cea mai bună măsură a acestei stări de fapt este dată de *menținerea la un nivel inacceptabil de înalt și pe o perioadă mult prea lungă, a inflației galopante*. Opțiunea pentru inflație a societății românești în ansamblul ei și a politicii economice în particular, dacă nu deschisă, în orice caz implicită, poate fi, într-o oarecare măsură, explicată și de absența acestui fenomen, ca o amenințare majoră, din memoria istoriei economice a României.

Totuși, în prezent s-ar părea că societatea românească a conștientizat pericolele legate de perpetuarea pe termen lung a unei politici inflaționiste. Pe lângă măsurile consistente adoptate în toamna anului 1993 și aplicate consecvent până în prezent, au fost publicate documente care exprimă tranșant opțiunea antiinflaționistă pe termen lung. Unul din aceste documente este Raportul anual 1993 al Băncii Naționale, în care regăsim următoarea analiză a

fenomenului inflaționist:

Evoluția către economia de piață, chiar dacă lentă și uneori fără adoptarea unor măsuri specifice din partea autorităților, atrage după sine modificări comportamentale dintre cele mai însemnate. Practic, operatorii de pe piață - agenți economici și persoane fizice - se adaptează tot mai rapid mediului, anticipațiile lor raționale fiind tot mai exacte. În aceste condiții, erorile de politică economică ale autorităților sunt speculate mai prompt și au efecte mai severe decât le aveau cu un an sau doi înainte. În plus, tocmai pentru a încerca să obțină avantaje relative mai mari, grupuri de interese din diferite segmente social-economice încearcă prin presiuni asupra factorilor de decizie politică să-și preserveze privilegiile, inclusiv reclamând măsuri care numai aparent sunt în interesul întregii societăți (cum ar fi dobânzile puternic subvenționate sau supraevaluarea administrativă, artificială, a monedei naționale).

Domeniul monetar se numără între cele care ilustrează cel mai bine adaptarea operatorilor la condițiile noi ale economiei de piață. În anul 1991 și parțial în 1992 s-a menținut relativ puternică "iluzia monetară", reprezentată de atenția acordată de cetățean mai degrabă nivelului nominal al însemnelor bănești decât valorii lor reale, dată de puterea de cumpărare. Menținerea iluziei monetare a defavorizat puternic pe deținătorii de economii bănești, care au fost erodate de inflație în condițiile ratelor negative în termeni reali ale dobânzilor. Ar fi fost de așteptat ca deținătorii de active bănești să se preocupe mai mult de schimbarea acestora în active reale, care să le protejeze puterea de cumpărare. Faptul că în 1991 și 1992 acest fenomen nu s-a produs decât în relativ mică măsură a evitat amplificarea procesului inflaționist, permițând o politică monetară mai laxă. În cursul anului 1993, însă, pierderea iluziei monetare a fost un fenomen tot mai evident. Reducerea relativă a depozitelor în sistemul bancar, ca și preferința accentuată pentru păstrarea activelor în valută



au reprezentat semne caracteristice ale acestui proces. Scăderea cererii reale de bani s-a măsurat prin accelerarea vitezei de rotație a banilor, care a fost evidentă începând cu luna mai și s-a menținut până către sfârșitul anului.

Fenomenul descris mai sus are implicații deosebit de severe. Într-un mediu deja puternic inflaționist, scăderea în continuare a cererii reale de bani se manifestă practic prin creșterea rapidă a cererii de mărfuri, ceea ce contribuie în mod suplimentar la accelerarea procesului inflaționist. Este cazul cel mai tipic al autoalimentării acestui proces: chiar dacă masa monetară nominală nu crește, sau crește foarte lent, scăderea cererii de bani, măsurată prin accelerarea vitezei de rotație a banilor, atrage după sine - *ceteris paribus* - creșterea suplimentară a prețurilor, deci adevărarea anticipațiilor raționale ale operatorilor de pe piață. Implicațiile asupra alimentării procesului inflaționist sunt cu atât mai favorabile în cazul producătorilor care au și probleme de desfășurare a producției, dar continuă să acumuleze stocuri de materii prime.

Privită prin această prismă, creșterea masei monetare în medie cu 7,6 la sută lunar, în cursul anului 1993, deși mai lentă decât creșterea prețurilor (mai cu seamă dacă aceasta se măsoară prin prețuri la consumator), nu a fost de natură să atenueze procesul inflaționist, ci a reprezentat o acomodare monetară a acestuia. Efectul cuantificabil l-a constituit înrăutățirea raportului dintre masa monetară și PIB, de la 0,31 nivel nominal înregistrat la sfârșitul anului 1992, până la 0,24 la sfârșitul anului 1993. La acest nivel, continuarea unei politici monetare laxă și pomparea de lichiditate în economie nu mai pot atrage după sine decât deteriorarea în continuare a mediului financiar și accelerarea inflației, cu pericolul transformării acesteia în hiperinflație.

Fenomenul inflaționist a însoțit evoluția economiei mondiale de-a lungul timpului, dar a devenit mai pregnant în special după ce legătura între cantitatea de

monedă de pe piață și stocul de metale prețioase a încetat. Până la un punct, existența unei rate moderate a inflației apare nu numai justificată, ci și dezirabilă: într-o lume în transformare rapidă, raporturile dintre prețurile relative cunosc și ele modificări mult mai frecvente și mai ample. S-a putut constata că ajustarea în jos a prețurilor este mai dificil de realizat și ea poate avea efecte traumatizante asupra economiei. Deflația, care a însoțit marea depresiune din anii 1929-1933, este cel mai edificator exemplu în materie.

Atunci când depășește însă nivelul generat de însăși schimbarea prețurilor relative - ceea ce putea reprezenta 1-2 procente pe an - inflația este semnul unor disfuncționalități și dezechilibre din economie. Faptul că inflația a însoțit, cu o intensitate diferită, tranziția la economia de piață în practic toate țările din Europa Centrală și de Răsărit nu reprezintă decât confirmarea acestui adevăr.

Țara noastră s-a confruntat cu un proces inflaționist de durată și amploare mai ridicate decât majoritatea celorlalte țări în tranziție ca urmare a unei multitudini de cauze, ce țin atât de condițiile obiective ale mediului economic, cât și de configurația politicii economice:

- sistemul de prețuri moștenit de la vechiul regim și total rupt de realitățile economice, incapabil să transmită vreun semnal pentru corectarea alocării resurselor reale. Față de celelalte țări cu economie planificată, România înregistra până la sfârșitul anului 1989 cel mai centralizat regim de formare a prețurilor;

- prețurile controlate administrativ coexistau cu un excedent de masă monetară generat de structura necorespunzătoare a ofertei de mărfuri, într-un mediu în care inflația era reprimată administrativ;

- dezechilibrele structurale majore ale sectorului real al economiei se pot corecta numai de-a lungul unui proces, al cărui ritm depinde nu numai de consistența politicilor macroeconomice, ci și de capacitatea de reacție a sectorului real. O manifestare a

POLITICA MONETARĂ ÎN ROMÂNIA POSTCOMUNISTĂ

vitezei diferite de restructurare în diferite segmente ale economiei a generat și apariția unor instrumente pentru atenuarea constrângerilor induse de procesul de transformare. Proliferarea indisciplinii financiare și creșterea pe o scară fără precedent a arieratelor agenților economici au reprezentat, în ultimă analiză, forma prin care aceștia au urmărit acomodarea pseudo-monetară a nevoii excesive de resurse;

- șocurile externe, prin multiplele lor fațete, au contribuit la amplificarea presiunilor inflaționiste. Astfel, limitarea declinului producției în ramurile pentru care piața externă se îngustase sau dispăruse s-a putut realiza practic numai prin acomodarea inflaționistă a acumulării de stocuri generată în acest context. De asemenea, întârzierea finanțării externe, ca și imposibilitatea recuperării creanțelor externe scadente au reprezentat, în ultimă analiză, diminuări ale fluxului scontat de resurse reale pentru aprovizionarea pieței interne. Înăutățirea raportului dintre cerere și ofertă s-a regăsit în creșterea suplimentară a prețurilor;

- un factor ce nu poate fi trecut cu vederea îl constituie și fragilitatea politică și socială internă, în perioada imediat următoare înlăturării regimului comunist. Împrejurările critice au limitat capacitatea de adoptare a unor soluții radicale de stabilizare macroeconomică, chiar dacă acestea ar fi fost, probabil, mai eficace pe termen lung. Astfel, autoritățile au optat pentru liberalizarea prudentă și graduală a prețurilor. Această opțiune a fost mai avantajoasă pentru primele etape ale reformei - atunci când și constrângerile respective erau mai acute. Totuși, pe măsura desfășurării procesului de liberalizare s-a dovedit că sporesc tot mai mult costurile și dezavantajele asociate cu această abordare.

Procesul inflaționist declanșat o dată cu prima etapă de liberalizare a prețurilor în noiembrie 1990 a facilitat corectarea raporturilor dintre prețurile relative. Totodată, el a permis eliminarea excesului de masă monetară și reducerea valorii reale a stocului

de credite neperformante din economie. Practic, inflația a constituit o cale de atenuare pe termen scurt a șocurilor în perioadele cele mai sensibile ale procesului de restructurare. Însăși limitarea declinului economic și a proporțiilor șomajului poate fi realizată, o anumită perioadă de timp, pe seama accelerării inflației.

Nici cauzele obiective ale fenomenului inflaționist și nici efectele favorabile pe termen scurt antrenate de acesta nu trebuie să conducă la concluzia că disfuncționalitățile economiei pot fi rezolvate prin simpla injecție monetară. Această soluție nu aduce decât amânarea deciziilor radicale, care pot deveni tot mai costisitoare și mai dificile. În mod particular, pentru economiile aflate în tranziție, inflația reprezintă o pârgie de perpetuare a vechilor structuri și de menținere a risipei și ineficienței. De menționat, în același timp, faptul că una din trăsăturile acestei adevărate maladii economice o constituie capacitatea de autoalimentare. Încercarea de a trata efectele (cum este, de exemplu, indexarea prețurilor și a veniturilor) și nu cauzele fenomenului nu face decât să amplifice presiunile inflaționiste și să majoreze costul măsurilor antiinflaționiste.

Efectele pe termen lung ale inflației sunt dintre cele mai grave:

- comportamentele economice sunt grav viciate, agenții fiind mai degrabă preocupați de conservarea patrimoniului material și financiar decât de activitatea productivă propriu-zisă;

- prețurile își pierd tot mai mult corelarea și capacitatea de a transmite semnale coerente cu privire la eficiența economică pentru fundamentarea deciziilor, deopotrivă la nivel micro și macroeconomic;

- incertitudinile privind evoluția viitoare inhibă investitorii, ceea ce afectează potențialul creșterii economice;

- inflația ridicată conduce la redistribuirea inechitabilă a veniturilor și la polarizarea bogăției. Categoriile populației cu venituri mai scăzute sunt puternic



defavorizate, ceea ce alimentează tensiunile sociale.

Orientări de perspectivă privind politica monetară

1. Interdependența dintre reformă, restructurarea economică și politica monetară

Reforma economică în care România s-a angajat, în paralel cu alte țări ex-comuniste, are ca obiectiv relansarea unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Precizarea caracterului și orizontului creșterii economice vizate este departe de a fi superfluă; dimpotrivă, ea scoate în evidență diferența specifică a acestei creșteri - obiectiv în comparație cu aceea realizată în cadrul sistemului economic al planificării centralizate. Și în anii "socialismului real", în țările care au fost integrate acestui sistem s-au înregistrat creșteri economice semnificative, la un moment dat chiar spectaculoase. Avântul inițial s-a diminuat însă treptat, astfel încât, la sfârșitul anilor '80, economiile țărilor socialiste își epuizaseră resursele de creștere, pe fondul unor dezechilibre structurale în continuă agravare. În România, scăderea produsului intern brut a început în 1988, deși pe fondul unei suprasolicitări a factorilor de producție.

Generalizarea acestui fenomen la scara ansamblului țărilor cu economii planificate a relevat limitele sistemului economic adoptat. O comparație cu țările integrate sistemului economic capitalist arată că rezultatele economice ale acestor țări sunt net superioare, pe ansamblu și pe termen lung, celor din țările socialiste, chiar dacă există diferențieri, uneori substanțiale, în interiorul grupului țărilor capitaliste. Explicația acestei stări de fapt constă în natura sistemului economic adoptat.

Funcționând pe principiul planificării centralizate, sistemul socialist a

realizat temporar creșteri economice bazate în principal pe industrializare, proces cu efecte notabile ținând cont de structura preindustrială a majorității economiilor din țările intrate în "lagărul socialist".

Când potențialul de creștere generat de diferența de productivitate dintre sectorul industrial și cel agricol a fost exploatat la maximum, eficiența medie a economiei nu ar mai fi putut fi îmbunătățită decât prin ajustări succesive ale structurii economiei, implicând realocarea permanentă a resurselor între diferitele sectoare, activități și agenți ai economiei. Această permanentă realocare reclamă existența unor semnale care s-o întrețină și s-o direcționeze, îndreptând resursele către cele mai eficiente utilizări. În economiile capitaliste bazate pe sistemul pieței, semnalele sunt date de prețuri, al căror dinamism este efectul interacțiunii continue dintre ofertă și cerere. Prin caracterul planificat și rigid al prețurilor în economiile socialiste, rezultat al centralizării și voluntarismului deciziei economice, semnalele pieței lipseau; ca atare, mecanismul de promovare a eficienței în economie nu avea cum să funcționeze. În astfel de economii, factorii legați de eficiența economică au efecte negative asupra creșterii economice.

Limitele creșterii fiind atinse, în economiile socialiste s-a instalat treptat criza de sistem, generalizată la sfârșitul anilor '80. Încercările mai timpurii sau mai târzii de introducere limitată a mecanismelor de piață pentru dinamizarea economiei și creșterea eficienței, făcute de unele din țările comuniste (Iugoslavia, Ungaria, Polonia) s-au dovedit, în final, simple paleative. Simbioza dintre descentralizarea marginală a deciziei microeconomice și centralismul de esență - economic și politic - al sistemului s-a dovedit nesustenabilă pe termen lung și chiar mediu. Singurul hibrid încă în viață îl reprezintă China, experiență cu mult prea multe elemente particulare pentru a putea servi drept model; în plus, evoluția Chinei este încă impredictibilă.

POLITICA MONETARĂ ÎN ROMÂNIA POSTCOMUNISTĂ

Metastaza economică a sistemului comunist a activat în deceniul al IX-lea tensiunile sociale și politice latente, proces finalizat la sfârșitul decadei printr-o reacție în lanț, care a dus la căderea, pe rând, a regimurilor comuniste din țările Europei Centrale și de Est și ale Uniunii Sovietice. În decembrie 1989, unda de șoc a atins România.

Pentru ieșirea din criza de sistem, țările ex-comuniste nu au decât soluția reformei economice radicale. Pe termen lung, radicalitatea reformei nu constă în ritmul ei, în mijloacele concrete utilizate, în metodele folosite, care diferă sensibil de la o țară la alta; ea constă în schimbarea esenței sistemului, în cele trei probleme fundamentale ale economiei: (i) *ce să producă (cantitativ și structural)*; (ii) *cum să producă (de cine, cu ce resurse și cu ce tehnologii)* și (iii) *pentru cine se produce (cui se distribuie rezultatele activității)*, deciziile vor fi luate nu de un organism central de planificare, ci de piață.

Superioritatea pieței față de planificarea centralizată în domeniul deciziei economice constă în alocarea resurselor conform criteriului eficienței utilizării acestora. Resursele societății fiind limitate, cu cât sunt folosite mai eficient, cu atât producția totală este mai mare, putând satisface în mai mare măsură nevoile sociale. Dezavantajul planificării centralizate față de piață nu decurge din premisa unei rele voințe a planificatorilor, ci din faptul că, fiind concentrată la nivelul unui grup restrâns de persoane, decizia lor este limitată din două puncte de vedere: (i) *al imposibilității practice a culegerii și prelucrării tuturor informațiilor necesare deciziei* și (ii) *al subiectivității acestor persoane*. Prin contrast, piața apare ca: (i) *însuși cadrul de colectare și prelucrare a cvasitotalității informațiilor necesare* (așa-numita "cutie neagră" a pieței reprezentând, de fapt, un imens "calculator" care ordonează informațiile) și (ii) *ca obiectivă în luarea deciziilor*, tocmai pentru că este rezultanta subiectivității tuturor operatorilor care acționează în cadrul ei.

Evident, tranziția către economia de piață nu înseamnă nimic altceva decât deblocarea mecanismelor pieței și instituționalizarea acestora. Dificultatea întreprinderii constă în faptul că deblocarea noilor mecanisme economice presupune, în prealabil și/sau în paralel, demolarea celor vechi. Inerția acestora, precum și cea a structurii sociale și a sferelor de interese pe care le-au generat, reprezintă obstacole serioase, care prelungesc perioada de modificare a structurilor reale ale economiei. Pentru ca, în final, economia să funcționeze după criterii de eficiență, *este necesar ca producția să fie structurată în conformitate cu principiul avantajelor comparative*. Într-o economie angrenată în schimburile economice internaționale, este eficientă concentrarea producției în acele sectoare ale economiei care au avantaje comparative față de celelalte sectoare, în comparație cu țările partenere de schimburi. Or, politica industrială a regimului comunist din România, de substituie a importurilor și de forțare a exporturilor, a creat o structură a economiei reale incompatibilă cu principiul menționat. Funcționarea pieței are tocmai rolul de a așeza, treptat, economia pe structurile eficiente. Acesta este conținutul restructurării sectorului real al economiei sau, utilizând un termen consacrat în literatura economică, *al ajustării structurale a economiei*.

Așa cum am menționat, condiția fundamentală a funcționării pieței o reprezintă existența semnalelor care stau la baza deciziei economice de alocare a resurselor, iar semnalele economiei de piață sunt prețurile. Pentru a avea coerență internă, este necesar ca sistemul economiei de piață să integreze totalitatea componentelor economiei. Din acest motiv, *piața în ansamblul său cuprinde nu numai piața mărfurilor și serviciilor ci și piața forței de muncă și piața capitalului*. Ca urmare, conceptul de prețuri integrează la rândul său totalitatea semnalelor cu care operează ansamblul piețelor din economie.

În economiile moderne, alocarea



resurselor materiale și umane ale societății se realizează prin intermediul mișcării resurselor financiare. Acestea din urmă sunt alocate, pe piața financiară, pe baza semnalelor oferite de dobânzi. Dobânda reprezintă prețul capitalului sau, mai exact, prețul utilizării capitalului.

În cadrul schimburilor internaționale, prețurile sunt exprimate în câteva valute de largă circulație pe piața mondială. Legătura între prețurile interne și cele externe, este dată, pentru o țară, de cursul de schimb al monedei naționale, curs care se stabilește pe piața valutară.

Dobânda și cursul de schimb net, deci, prețuri formate pe piața financiară și pe cea valutară, sub influența cererii și ofertei. Oferta de monedă națională din economie este, pe ambele piețe, un element fundamental de influență asupra dobânzii și, respectiv, cursului de schimb, iar oferta de bani din economie este o rezultantă a măsurilor luate de autoritatea monetară a statului, măsuri al căror ansamblu constituie politica monetară.

Politica monetară, deci, joacă un rol important în economia de piață și, inevitabil, și în procesul de tranziție către acest tip de economie, ea acționând asupra factorilor ce condiționează alocarea resurselor financiare, care, la rândul său, direcționează alocarea resurselor materiale și umane ale societății. Cantitatea de bani din economie este un factor fundamental de influență asupra prețurilor. În economiile cu planificare centralizată, planul înlocuind piața, prețurile reprezentau mărimi convenționale, rigiditatea lor scoțându-le de sub influența modificării ofertei de bani; ca atare, o politică monetară autentică nu-și avea locul într-o astfel de economie. Din acest motiv, declanșarea reformei economice în România a impus și crearea cadrului instituțional prin care autorității monetare (Banca Națională a României) i-au fost conferite atribuțiunile elaborării și conducerii politicii monetar - valutare a statului.

Deși programele de tranziție din țările ex-comuniste, în perioada 1989-1994, au prezentat diferențe semnificative (de ritm,

mijloace utilizate, secvențialitate a măsurilor etc.), există trăsături comune date de însăși natura reformei. Și dacă este încă devreme pentru apariția unei teorii a tranziției, atât logica economiei, cât și experiența de până acum impun o traiectorie pare-se de neocolit în strategia reformei, în succesiunea fazelor ce trebuie parcurse: (I) *deblocarea și instituționalizarea mecanismelor pieței*; (ii) *stabilizarea macroeconomică*; (iii) *ajustarea structurală*.

Prima fază a fost deja, în mare parte, depășită de economiile în tranziție. În toate aceste economii, declanșarea forțelor pieței a presupus ca element esențial *liberalizarea prețurilor, a tuturor prețurilor din economie*. De asemenea, s-a produs *descentralizarea deciziei economice*, o descentralizare ale cărei efecte sunt deocamdată obturate de ponderea încă importantă a proprietății de stat în totalul capitalului din economie. De altfel, privatizarea reprezintă unul dintre punctele cele mai critice din programul reformei, datorită implicațiilor sale nu numai economice, ci și sociale și politice.

Deblocarea mecanismelor pieței, în contextul prăbușirii relațiilor economice CAER și al destrucurării organizatorice inevitabile începutului tranziției, a fost urmată în toate țările ex-comuniste, de puternice scăderi ale producției și de rate înalte ale inflației.

În România, șocul unor evenimente externe (războiul din Golf, embargoul asupra Iugoslaviei), resimțit mai puternic decât în alte economii în tranziție datorită orientărilor de până în 1990 a relațiilor economice internaționale ale țării, a afectat suplimentar oferta agregată din economie; ca rezultat al tuturor acestor factori, scăderea PIB s-a accelerat continuu în perioada 1990-1993. De asemenea, gradualitatea prelungită a liberalizării prețurilor, pe fondul unui exces de masă monetară în circulație, existent la sfârșitul anului 1989 și agravat în cursul anului 1990, a cauzat o creștere permanentă a ratei inflației, în 1993 pericolul hiperinflației devenind deosebit de acut.

POLITICA MONETARĂ ÎN ROMÂNIA POSTCOMUNISTĂ

În această fază a reformei, politica monetară, despre care se poate vorbi de-abia cu începere din 1991, a cunoscut numeroase oscilații, între eforturile de a atinge obiectivele asumate (limitarea creșterii prețurilor și eliminarea treptată a supraevaluării leului pentru asigurarea sustenabilității balanței de plăți externe) și compromisurile impuse atât de rigiditățile economiei reale, cât și de constrângerile de natură socială și politică. Ca urmare, perioade de control relativ ferm asupra masei monetare și de echilibrare a pieței valutare au alternat cu perioade de masive injecții monetare și de blocare a cursului valutar.

Acuitatea atinsă de criza economică în 1993 impunea o schimbare radicală a conduitei politicilor financiare de până atunci, angajarea într-un program hotărât de stabilizare macroeconomică pentru a crea condițiile stopării căderii producției și ale relansării creșterii economice. În această a doua fază a reformei, alături de politica fiscală, politicile monetare i-a revenit un rol primordial. Banca Națională a României a inițiat, cu începere din ultimul trimestru al anului 1993, un set de măsuri de politică monetară extrem de severe, urmând aducerea, în scurt timp, a inflației sub control și a cursului de schimb al leului la un nivel stabil de echilibru pe piața valutară. În esență, măsurile concepute se concentrău în direcția limitării ofertei de bani din economie, prin controlul strict al creației monetare și în cea a stimulării procesului de economisire și inducerii încrederii în moneda națională, prin aducerea dobânzilor din economie la niveluri real pozitive. Din punct de vedere operațional, Banca Națională a acționat asupra volumului refinanțării și asupra dobânzilor de refinanțare. Fermitatea în implementarea politicii stabilite, precum și coordonarea benefică cu politica fiscală promovată de guvern - ambele fără precedent până la sfârșitul anului 1993 - au permis Băncii Naționale atingerea obiectivelor propuse. În primăvara anului 1994, reducerea semnificativă a inflației era deja un bun

câștigat, dobânzile din economie deveniseră pozitive în termeni reali, iar liberalizarea totală a cursului de schimb al leului (devenită realitate cu începere din 8 aprilie 1994) s-a produs în condițiile unei remarcabile stabilizări a acestuia. Menținerea acestor efecte pe toată perioada scursă până acum din anul 1994 demonstrează succesul programului de stabilizare și deci, al celei de-a doua etape a reformei.

Conform atât teoriei, cât și practicii economice contemporane, efectele unui program de stabilizare macroeconomică se manifestă și pot fi menționate numai pe termen scurt (6-9 luni) dacă programul respectiv se bazează exclusiv pe utilizarea politicilor financiare. De altfel, așa cum am arătat, însuși scopul stabilizării îl constituie doar crearea unui cadru propice unor evoluții favorabile ale sectorului real al economiei. Dacă aceste evoluții nu se materializează, efectele stabilizării se pierd, conduita severă a politicilor financiare nu poate fi menținută și, ca urmare, evoluțiile variabilelor macroeconomice devin nefavorabile. De obicei, datorită pierderii încrederii publicului în viabilitatea politicii economice, acest tip de involuție aduce, în final, cadrul macroeconomic într-o situație și mai gravă decât cea de dinaintea aplicării programului de stabilizare.

În acest context, se impune concluzia că etapa a treia a reformei - ajustarea structurală a economiei - trebuie declanșată înainte ca efectele celei de-a doua etape să-și piardă consistența. Acesta este punctul critic al tranziției, în care se situează reforma economiei românești la sfârșitul celui de-al treilea trimestru al anului 1994. Concret, este necesar ca resursele materiale și umane, și, ca urmare, cele financiare ale societății să fie treptat retrase din activitățile și sectoarele ineficiente, pentru a fi alocate celor eficiente, cu avantaje comparative sustenabile pe termen lung. Procesul este complex și presupune acceptarea unor costuri sociale semnificative, determinate de creșterea temporară, inevitabilă, a șomajului structural.



Pentru limitarea acestor costuri, ajustarea structurală reclamă existența, în paralel, a unui program coerent de asistență socială și de recalificare a forței de muncă.

În acord cu modificarea obiectivelor concrete ale reformei în a treia fază a tranziției, are loc și reformularea rolului politicii monetare în ansamblul politicii economice. În primele două faze, politica monetară a fost forțată să urmărească simultan mai multe obiective, în mare măsură aflate în conflict, ceea ce a avut drept consecință oscilațiile conduitei și rezultatelor acestei politici. După reușita politicii de stabilizare macroeconomică, declanșarea cu fermitate și susținerea cu consecvență a restructurării economiei ar crea condițiile necesare ca politica monetară să fie eliberată de handicapul contradicției interne, urmând să se concentreze asupra realizării singurului obiectiv sustenabil pe termen lung din punctul de vedere al autorității monetare: stabilitatea pe plan intern și extern a monedei naționale. În esență, asigurarea acestei stabilități presupune *concentrarea permanentă a băncii centrale asupra controlului ferm al inflației*.

Deși există puncte de controversă între cele câteva curente de gândire din cadrul științei economice contemporane, acestea converg, sprijinite și de studii empirice solide, în numeroase alte puncte. Unul dintre acestea este cel conform căruia *pe termen lung nu există posibilitate de opțiune între șomaj și inflație*. Pe orizonturi lungi de timp forțele autoreglatoare ale pieței aduc permanent șomajul la nivelul său natural, astfel încât *încercările de a stimula creșterea economică prin majorarea discreționară a cererii agregate conduc, în final numai la o creștere a inflației*.

Pe de altă parte, în condițiile specifice ale tranziției, este inevitabilă, așa cum am arătat, creșterea temporară a șomajului structural, datorită însăși naturii ajustării structurale. Încercările de majorare a cererii agregate prin care importante resurse financiare să fie în continuare alocate ramurilor și activităților pentru care restructurarea dictează o restrângere ar

însemna de fapt blocarea acestei restructurări. ca atare, politica monetară, în faza actuală a tranziției și pe termen lung, urmează să se concentreze asupra dimensionării ofertei de bani din economie astfel încât majorarea acesteia, peste creșterea permisă de nivelul-obiectiv al inflației, să fie limitată de creșterea PIB real.

Atingerea acestui obiectiv depinde în mod esențial de eficacitatea politicii monetare, mai precis de modul în care măsurile de politică monetară se transmit, pe filiera bancă centrală - sistem financiar-bancar - nivel microeconomic, pentru a afecta deciziile la nivelul sectorului real. În legătură cu eficacitatea politicii monetare se pun două tipuri de probleme. În primul rând, mecanismul de transmitere al politicii monetare este funcțional numai dacă fiecare verigă reacționează la semnalele inițiale conform așteptărilor autorității monetare. Aceasta presupune existența unor "reguli ale jocului" bine stabilite, cunoscute și respectate de toți participanții la circuitul resurselor financiare. În al doilea rând, în economia de piață, politica monetară acționează asupra economiei cu mijloace indirecte, ceea ce înseamnă că *"regulile jocului" sunt aceleași pentru toți participanții*, că măsurile luate de autoritatea monetară acționează nediscriminatoriu asupra agenților economici, din punctul de vedere al identității acestora.

În domeniul politicii monetare, regulile menționate se concretizează în constrângerile de ordin financiar care condiționează reacția sistemului financiar-bancar și a agenților economici la măsurile de politică monetară. În prima și, mai ales, în a doua fază a tranziției, datorită influenței directe și relativ puternice a autorității monetare asupra băncilor comerciale, reacțiile acestora la măsurile de politică monetară s-au ordonat treptat, în sensul dorit.

La nivel microeconomic, în schimb, lipsa unor constrângeri ferme de natură financiară a dus la eludarea efectelor intenționate ale politicii monetare, concretizată în principal sub forma arieratelor

de plăți, formă sui-generis de acces la (pseudo)lichiditate a agenților economici. Ca urmare, resursele financiare limitate prin demersurile băncii centrale au fost suplimentate de resursele pseudo financiare (arierate), ceea ce a împiedicat modificarea de substanță a circuitelor de alocare a resurselor reale.

În concluzie, pentru ca politica monetară să-și poată atinge obiectivul pe termen lung, de asigurare a stabilității prețurilor, precum și orice obiectiv pe termen scurt, se impune ca faza a treia a tranziției să debuteze cu o *fermă instituire a disciplinei financiare la nivel microeconomic*, proces în care apariția unei legi a falimentului reprezintă un punct esențial. În plus, accelerarea *marii privatizări* constituie și ea o altă condiție necesară creșterii eficacității politicii monetare: transferul responsabilității finale a deciziei microeconomice de la statul - patron la nivelul fiecărui agent economic va constitui în sine o modalitate de impunere a disciplinei financiare.

În paralel cu îmbunătățirea funcționării mecanismului de transmisie al politicii monetare va fi posibilă și finalizarea procesului de înlocuire a instrumentelor de control direct asupra variabilelor monetare, utilizate de banca centrală, cu instrumente de control indirect, specifice economiei de piață. Cea mai mare parte a etapelor acestui proces au fost deja parcurse în primele două faze ale tranziției. În ansamblul instrumentelor de politică monetară ale Băncii Naționale a României există încă două elemente care interferează acțiunea mecanismelor pieței:

(I) *ponderea încă substanțială (peste 50 la sută) a liniilor de credit în totalul refinanțării acordate de Banca Națională a României băncilor comerciale*. Această formă de refinanțare reprezintă un mod de alocare direcționată a resurselor. Ea este întrucâtva similară rescontului practicat de băncile centrale din țările cu economii de piață dezvoltate și, de altfel, în scurt timp, liniile de credit vor căpăta forma clasică a rescontului. În țările amintite însă, rescontul ocupă o

pondere scăzută în ansamblul operațiunilor băncii centrale (în general sub 2 la sută), astfel încât alocarea pe principii de piață a resurselor financiare nu este semnificativ afectată. Dacă atingerea unei astfel de ponderi este încă prematură în etapa actuală a reformei în România - liniile de credit reprezentând o formă de armonizare a politicii monetare cu politica industrială a guvernului -, o reducere semnificativă, treptată, a acestei ponderi este încă strict necesară pentru îmbunătățirea eficienței alocării resurselor, condiție esențială a succesului ajustării structurale a economiei.

(ii) *Existența limitei minime stabilite de Banca Națională pentru dobânda la creditul de refinanțare prin licitație*. O dată cu normalizarea structurii dobânzilor din economie, în mare parte deja realizată, această restricție va putea fi eliminată.

Trecerea de la linii de credit la rescont, inițierea operațiunilor de open-market ale Băncii Naționale și creșterea treptată a ponderii acestora în structura operațiunilor băncii centrale, precum și trecerea la refinanțarea pe bază de garanții vor constitui ultimele elemente prin care instrumentele de politică monetară ale Băncii Naționale se vor integra într-un sistem compatibil cu cerințele economiei de piață.

O problemă importantă în conceperea politicii monetare o constituie *alegerea obiectivului intermediar al acesteia*. Specificul evoluției economiei românești în perioada tranziției impune superioritatea agregatelor monetare, ca obiectiv intermediar, asupra alternativelor posibile. Obiectivul strategic principal al Băncii Naționale a României fiind controlul ferm al inflației, masa monetară reprezintă variabila monetară aflată în cea mai strânsă corelație cu inflația. Utilizarea ratei dobânzii ca obiectiv intermediar este, în prezent și în perspectivă (cel puțin pe termen mediu), inadecvată: structura încă necristalizată a dobânzilor din economie și lipsa unor serii lungi de date care să releve eventualele regularități în comportamentul elasticității producției față de



rata dobânzii sunt obstacole care ar face din dobândă un instrument prea puțin precis pentru a putea fi utilizat cu succes. Singurul obiectiv al Băncii Naționale, legat de rata dobânzii, care trebuie urmat cu consecvență, este *situarea acesteia în permanență la niveluri real pozitive*, pe de o parte suficiente pentru a stimula economisirea și alocarea eficientă a resurselor, iar pe de altă parte suficient de scăzute pentru a nu descuraja producția și investițiile.

În fine, necesitatea protejării rezervelor internaționale ale țării face inadecvată adoptarea ca obiectiv intermediar al politicii monetare a cursului de schimb al leului.

Pentru a concluziona, începând cu a treia fază a reformei economice, principalele obiective strategice ale politicii monetare vor fi:

- reducerea treptată și menținerea sub control a inflației, prin dimensionarea adecvată a ofertei de bani din economie;
- dezvoltarea și rafinarea instrumentelor indirecte de politică monetară.

Pentru atingerea cu succes a acestor obiective, statutul autorității monetare are o importanță deosebită. Numeroase studii empirice efectuate în țări cu economie de piață au demonstrat că există o semnificativă corelație pozitivă între gradul de independență al băncii centrale și performanțele economiei în direcția stăpânirii inflației. În același timp, independența autorității monetare nu afectează negativ creșterea economică. Mai ales în situația unei economii și a unei societăți în tranziție, independența conferită băncii centrale îi dă posibilitatea de a se concentra cu consecvență asupra obiectivelor a căror realizare poate contribui la crearea unui cadru economic favorabil pe termen lung, în timp ce, prin natura activității lor, deciziile unui guvern sunt afectate de o ierarhizare a priorităților în care deseori obiectivele pe termen scurt devin primordiale.

Strategia urmată de Banca Națională a României în cadrul procesului de reformă și

statutul pe care este necesar ca aceasta să și-l conserve în scopul respectării acestei strategii sunt, de altfel, în deplină concordanță cu obiectivul integrării României în comunitatea economică și politică europeană. În toate statele care urmăresc această integrare are loc un proces de orientare a politicii monetare cu precădere asupra obiectivului reducerii și controlului inflației. Numai o nivelare treptată a ratei inflației în țările europene poate permite funcționarea pieței integrate, ceea ce face ca accesul unei țări pe această piață să fie puternic condiționat de succesul politicii antiinflaționiste a autorității monetare din acea țară.

2. Proiecții privind principalele variabile monetare

Într-un domeniu atât de "fluid" precum politica monetară, supus influenței unei multitudini de factori exogeni, orice prognoză are atașat un grad înalt de incertitudine. Totuși, autoritatea monetară își poate propune anumite "ținte" și să își modeleze politicile de o manieră care să permită atingerea acestora.

Prin politica sa monetară, Banca Națională a României va acorda o atenție permanentă *ratei dobânzii*, care pe de o parte trebuie să fie pozitivă în termeni reali (adică să fie mai mare decât rata inflației), pentru a încuraja economisirea (și, pe această cale, investițiile), iar pe de altă parte nu trebuie să fie descurajantă pentru sectorul real al economiei. Totuși, această din urmă afirmație necesită o precizare: într-un studiu publicat sub egida Fondului Monetar Internațional² se arată că dintr-un eșantion de 17 țări în care a avut loc liberalizarea ratei dobânzii, în 12 din acestea produsul intern brut a continuat să crească chiar și după respectiva măsură. Acest fapt, aparent contraintuitiv, se explică prin redistribuirea creditelor în interiorul economiei către sectoarele cele mai profitabile, care prin creșterea lor au contrabalansat declinul din alte domenii. Măsurători econometrice întreprinse la Banca

Națională a României au arătat că, în primul semestru al anului 1994, când ratele dobânzilor din economia românească erau puternic pozitive, PIB real nu numai că nu a scăzut, dar chiar a crescut.

Ratele puternic pozitive în termeni reali ale dobânzilor mai au un efect important anume influențarea *pe termen scurt* a cursului de schimb valutar. Cu cât o rată a dobânzii percepută a fi mai mare (în raport cu inflația), cu atât moneda acelei țări este mai căutată ducând la aprecierea ei temporară. Este exact efectul constatat în cazul leului în mai-august a.c., când cursul valutar a fost practic stabil, în primul rând datorită faptului că populația și agenții economici au preferat moneda națională pentru rata înaltă a dobânzii (în termeni reali) pe care o oferea.

Pentru sfârșitul anului 1994 se prognozează o rată anuală a inflației de 60-70

la sută, urmând ca în anul 1995, această valoare să scadă până la 30-35 procente. În orizontul de timp mediu (1988-1999), se va încerca aducerea ratei inflației la circa 10 la sută anual, măsură ce urmărește convergența politicii monetare românești cu cea a Uniunii Europene. Aceasta reprezintă un obiectiv ambițios (țări mai avansate pe calea reformei, precum Polonia sau Ungaria, se confruntă încă cu rate anuale ale inflației de 25-35 la sută), dar nu imposibil de realizat dacă politica economică va avea consistență internă și consecvență.

În ceea ce privește *volumul masei monetare* (exprimat prin agregatul monetar, acesta se previzionează a crește mai rapid decât rata inflației, ducând - *ceteris paribus* - la o scădere a vitezei de rotație a banilor, până la un nivel considerat "normal", de 3-4 rotații pe an.

Note și bibliografie

Banca Națională a României: **Raport anual 1993.**

Vicente Galbis - **High Real Rates Under Financial Liberalization: Is There a Problem?** - IMF Working Papers, WP/93/7, January 1993.