



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI
Direcția Studii și Publicații

BULETIN DOCUMENTAR

**Studii și articole pe teme economico-financiare
din publicații străine**

(REZUMATE)

– mai 2006 –

Cuprins

Stabilirea rolului băncilor centrale în țintirea inflației.....	3
Țintirea inflației și creșterea economică.....	5
Independența băncii centrale a Poloniei pusă sub semnul întrebării.....	8
Cursurile reale în țările emergente: există efectele Balassa-Samuelson?	9
Rezervele internaționale: prevedere contra mercantilism	13
Gestiunea rezervelor valutare și consecințele sale asupra piețelor.....	15
Vulnerabilitățile privind datoria și crizele financiare	18
Abordarea FMI privind liberalizarea contului de capital.....	21
Managementul monetar și nevoia de lichiditate.....	27
Turcia la răscruce. De la rezolvarea crizei la accesarea în UE.....	30
Monitorizare și responsabilitate în comportamentul bancar privind creditul.....	33

Anita Tuladhar – Governance structures and decision. Making roles in inflation targeting central banks – IMF, Working Paper WP/05/183

Studiul de față analizează rolurile factorilor de decizie din băncile centrale care au adoptat țintirea inflației drept cadru pentru politica monetară. Practica în domeniul guvernantei încearcă să realizeze un echilibru între independența instituțională, necesară pentru credibilitatea politicii monetare, și responsabilitatea cerută pentru protejarea valorilor democratice. Statutele băncilor centrale prevăd ca principal obiectiv al politicii monetare stabilitatea prețurilor, însă rareori cer o exprimare numerică explicită a țintei inflației. Autoritățile guvernamentale sunt frecvent implicate în stabilirea țintelor, dar pentru a asigura autonomia operațională, prevederile legale limitează influența acestora în luarea, pe plan intern, a deciziilor privind politica monetară. Practicile de guvernare internă diferă considerabil în ceea ce privește rolurile, legăturile între comitetele de politică monetară, supraveghere și executiv ale unei bănci centrale.

În ultimii câțiva ani, un număr tot mai mare de țări au adoptat țintirea inflației drept cadru al politicii lor monetare. Acest lucru, de obicei, a implicat restructurarea instituțională a băncilor centrale. Practicienii și-au pus frecvent întrebările: care este cadrul de guvernare adecvat prin care politica monetară se poate axa pe o rată stabilă, scăzută pe termen mediu a inflației? În particular, care este rolul guvernului în procesul decizional privind politica monetară? Cum este conceput procesul intern de luare a deciziilor? În ce măsură sunt responsabile băncile centrale pentru realizarea obiectivului legat de inflație?

Studiul analizează structurile decizionale și rolurile instituționale în acest proces în cazul unor bănci centrale care aplică țintirea inflației și încearcă să identifice practicile comune ale acestora. Intenția studiului nu este să analizeze cele mai bune practici, ci ca informațiile culese să servească drept date pentru o viitoare analiză a relației dintre structurile guvernantei și rezultatele obținute. Există multe bănci centrale care aplică o politică de țintire *de facto* a inflației, însă studiul de față se limitează la țările care au anunțat oficial țintirea inflației exprimată numeric și au renunțat la țintirea cursului de schimb sau a masei monetare. Guvernarea băncilor centrale reprezintă caracteristici standard de obiective clare, transparență și responsabilitate și se deosebește semnificativ de alte practici de guvernare în cadrul cărora rolul acționarului principal (guvernul) este limitat în ceea ce privește conducerea politicii monetare. Ca urmare, studiul analizează relațiile instituționale dintre guverne și băncile centrale. De asemenea, studiul se axează pe structurile guvernantei interne și pe responsabilitățile în cadrul procesului decizional. Informațiile sunt culese în principal din actele normative emise de băncile centrale sau de pe *website*-urile acestora.

Studiul arată că practicile de guvernare încearcă să realizeze un echilibru între două criterii principale: responsabilitatea democratică în îndeplinirea obiectivelor de politică monetară după cum este stabilit de către acționarul principal, și autoritatea necesară băncii centrale pentru a realiza în mod credibil aceste obiective. În timp ce practicile

diferă considerabil în cadrul țărilor care aplică țintirea inflației, există și teme comune. Prima, obiectivul/obiectivele politicii monetare sunt specificate prin lege și nu sunt la discreția băncii centrale. Stabilitatea prețurilor este în general unicul sau principalul obiectiv de politică monetară specificat prin lege. A doua, adoptarea unui cadru pentru țintirea inflației este rareori oficializată prin lege. A treia, guvernele sunt de obicei cele responsabile pentru stabilirea țințelor, uneori împreună cu banca centrală. Autoritatea guvernelor poate prima pentru o perioadă de timp limitată în cazul unui conflict legat de politica monetară, dar acest drept a fost rareori invocat. A patra, băncile centrale din eșantionul de țări cu economie de piață emergentă au o independență *de jure* mai mare, iar rolul decizional revine în principal conducerii băncii. A cincea, în cazuri rare, guvernatorul este unicul responsabil pentru deciziile de politică monetară. În cele din urmă, comitetele de politică monetară trebuie să respecte standarde înalte de transparență și sunt direct responsabile în fața parlamentului sau a guvernului.

Studiul este structurat după cum urmează: Secțiunea II analizează scopurile țintirii inflației, Secțiunea III evaluează rolul decizional în politica monetară a organelor de conducere ale băncii centrale. Independența băncii centrale este un principiu bine stabilit printre băncile centrale care aplică țintirea inflației, însă gradul de autonomie diferă. Independența băncii centrale poate fi clarificată pe trei niveluri ale procesului decizional: (i) obiectivul, (ii) ținta și (iii) instrumentul utilizat. Obiectivele generale ale politicii monetare sunt stabilite de obicei de către guvern. Stabilirea obiectivului/obiectivelor într-un cadru legislativ nu a fost însă o condiție pentru adoptarea țintirii inflației. În multe țări industrializate, schimbările legislative s-au făcut după adoptarea țintirii inflației. Țările emergente care au adoptat țintirea inflației au preferat, în general, să modifice normele băncii centrale pentru a-i acorda un anumit grad de independență, necesară asigurării credibilității înainte de introducerea țintirii inflației.

Realizarea obiectivului primordial – stabilitatea prețurilor – implică costuri, cum ar fi variabilitatea producției. Pentru a minimiza aceste costuri, cadrul de politică monetară cuprinde prevederi suplimentare, printre care alegerea indicelui țintei, clauze de salvagardare și orizontul de timp în care inflația trebuie să fie adusă la nivelul țintei. Băncile centrale aleg IPC pe termen mediu ca țintă a inflației, însă încearcă să mențină o oarecare flexibilitate. Odată cu creșterea flexibilității sporește și riscul pierderii credibilității. Băncile centrale țintesc inflația IPC pentru a păstra transparența, însă recunosc limitările în realizarea țințelor în cazul unor șocuri de ofertă neașteptate. Analiza efectuată de Allen și Sterne (2001) arată că nerespectarea țintei nu a fost un lucru neobișnuit, nere realizarea medie absolută a țintei inflației (*median absolute inflation target miss*) fiind de 1,5%. Astfel, clauzele de salvagardare pot fi incluse pentru a asigura mai multă flexibilitate. Ele specifică condițiile în care ținta poate să nu fie atinsă, și în mod obișnuit includ șocuri de raport de schimb comercial, de ofertă sau taxe indirecte. Autonomia în alegerea instrumentului este o condiție în toate țările care au adoptat țintirea inflației. În special, nu este necesară aprobarea guvernului pentru operațiuni de politică monetară și gestionarea lichidității din sistemul bancar. Atunci când guvernul

este reprezentat în comitetul de politică monetară, acest reprezentant are statut de observator, fără drept de vot. Astfel, banca centrală este pe deplin responsabilă de aplicarea zilnică a politicii monetare. Secțiunile IV și V se ocupă de probleme legate de responsabilitate și de alte prevederi. Secțiunea VI cuprinde concluziile.

Un grad înalt de transparență și responsabilitatea guvernamentală în cazul regimurilor de țintire a inflației sunt esențiale, mai ales având în vedere importanța pentru ancorarea așteptărilor privind evoluția inflației. Cu toate că procesul decizional este în mare parte transparent (prin publicarea deliberărilor și a deciziilor), publicarea situației voturilor nu este un lucru comun. Acest fapt limitează responsabilitatea individuală, însă protejează în același timp membrii comitetului de politică monetară de a fi supuși unor presiuni. Pentru a menține nivelul de responsabilitate, nerespectarea temporară a țintei inflației trebuie explicată public, în conformitate cu termenii hotărâți la stabilirea țintei inflației.

* * *

Nicholas Apergis, Stephen M. Miller, Alexandros Panethimitakis, Athanasios Vamvakidis – *Inflation targeting and output growth – IMF, Working Paper WP/05/89*

Studiul de față analizează rezultatele a două norme alternative de politică monetară, una anticipativă și cealaltă de ajustare automată, în condițiile unor ținte alternative ale inflației, în raport cu pierderile de producție într-un model macroeconomic, utilizând date UE. Simulările sugerează că normele de politică monetară anticipativă contribuie la stabilitatea macroeconomică și la credibilitatea politicii monetare, și că o țintire a inflației la o valoare pozitivă, ca opus al inflației zero, duce la un nivel mai înalt al producției și la o volatilitate mai scăzută a acesteia. Aceste rezultate nu sunt influențate de modificări ale specificației modelului și ale perioadei de timp. Aceeași metodologie aplicată la țări individuale susține țintirea flexibilă a inflației în funcție de condițiile specifice ale respectivei țări.

Țintirea inflației este un regim de politică monetară în care o rată scăzută a inflației este obiectivul principal. Schaechter, Stone și Zelmer (2000) și Corbo, Landerretche și Schmidt-Hebbel (2001) identifică peste 15 țări care au adoptat un astfel de regim în ultimii ani. În cadrul regimului de țintire a inflației, autoritățile monetare se angajează să mențină rata inflației aproape de o țintă explicită. În cadrul unei țintiri stricte a inflației, autoritățile monetare minimizează fluctuația ratei inflației în jurul țintei, fără altă variabilă ca obiectiv, în timp ce în cazul țintirii flexibile a inflației autoritățile monetare admit și alte variabile, cum ar fi diferențialul producției ca obiectiv. Pentru a realiza ținta inflației, autoritățile monetare utilizează funcția de reacție a politicii monetare; de exemplu, conform regulii lui Taylor, se au în vedere schimbările ratelor dobânzii ca reacție la abaterile ratei inflației de la ținta stabilită și la abaterile față de zero a diferenței dintre PIB real și cel nominal (*output gap*).

S-a afirmat că băncile centrale pot să-și îmbunătățească credibilitatea aplicând un regim de țintire a inflației prin gradul mai mare de responsabilitate și transparență. Literatura de specialitate examinează rezultatele inflației, credibilitatea politicii monetare și amplitudinea ratei de sacrificiu (costul legat de reducerea inflației) în cadrul regimului de țintire a inflației. Ammer și Freeman (1995), Freeman și Willis (1995) și Mishkin și Posen (1997) arată că rezultatele se îmbunătățesc semnificativ în cazul aplicării țintirii inflației, Kahn și Parrish (1998) demonstrează că prin țintirea inflației s-a îmbunătățit credibilitatea politicii monetare în Noua Zeelandă și Canada. Totuși, Cecchetti și Ehrmann (2000) nu identifică avantaje importante rezultate din țintirea inflației în ceea ce privește rezultatul inflației, costul inflației sau credibilitatea politicii monetare. Rezultatele la care a ajuns Siklos (1999) sunt mixte, țintirea inflației a adus o îmbunătățire a rezultatelor inflației în Australia, Canada și Suedia, nu însă în Finlanda, Noua Zeelandă, Spania și Marea Britanie.

În cazul unui regim de țintire a inflației, rata țintă a inflației ancorează așteptările privind inflația, diminuând reacția la variațiile inflației efective. Levin, Natalluci și Piger (2004) confirmă că țintirea inflației influențează așteptările publicului legate de inflație, ceea ce poate duce la autoalimentarea efectului, având în vedere că nivelul așteptat al inflației este inclus în diverse contracte, cum ar fi cele de muncă. În acest caz, ancorarea așteptărilor la nivelul țintă al inflației menține o inflație scăzută și stabilă.

Cu toate acestea, țintirea inflației a cunoscut destul de numeroase critici. Având în vedere faptul că politica monetară influențează inflația cu un decalaj temporal, monitorizarea rezultatului inflației poate fi o provocare. În plus, rata optimă a inflației nu este cunoscută. O rată scăzută a inflației poate fi preferabilă, dar cât de scăzută? Howitt (1990) pune în balanță avantajele reducerii inflației și costurile pe care această reducere le implică și ajunge la concluzia că ținta optimă a inflației este mai mare decât zero. De asemenea, o inflație ușor pozitivă permite ajustarea, în sensul scăderii, a salariilor reale în economiile cu salarii nominale rigide, o caracteristică comună majorității economiilor europene. O politică monetară credibilă trebuie să minimizeze toate costurile legate de țintirea stabilității prețurilor. Totuși, Cecchetti și Ehrman (2000) arată că țările care au introdus țintirea inflației au înregistrat o creștere a aversiunii față de fluctuația inflației și, prin urmare, o creștere a volatilității producției.

Cu toate că țările care aplică țintirea inflației țintesc inflația bazată pe IPC, în locul acesteia poate fi utilizată țintirea inflației de bază, care exclude componentele volatile din indicele general de preț. Bryan, Cecchetti și Wiggins (1999) și Roger (1997) au pledat în favoarea țintirii inflației de bază. Folkertsma și Hubrich (2001) susțin că indicii generali de preț reflectă toate șocurile cu care se confruntă economia, ceea ce face dificilă aplicarea țintirii inflației. Bagliano, Golinelli și Morana (2002) afirmă că țintirea inflației de bază este conformă cu norma de politică monetară anticipativă. Cogley și Sargent (2000) și Cecchetti și Wynne (2003) sprijină utilizarea inflației de bază în stabilirea politicii monetare a BCE, iar Vega și Wynne (2003) susțin că indicele inflației de bază oferă o bază de comparabilitate între țările membre UE. Mai mult, Breuss

(2002) sugerează că politica monetară bazată pe inflația de bază în zona euro ar duce la o volatilitate mai scăzută a inflației, având drept rezultat rate mai reduse ale dobânzii și, prin urmare, o producție mai mare.

Studiul analizează dacă o țintă zero sau pozitivă a inflației este de dorit în UE, presupunând un regim de politică monetară cu țintirea inflației, utilizând un model macroeconomic pentru a examina cum s-ar fi schimbat rezultatele economice ale UE în cazul adoptării unor ținte diferite ale inflației. Conform lui Akerlof, Dickens și Perry (1996 și 2000), un nivel scăzut, diferit de zero, al inflației permite ajustări ale salariilor reale. Wyplosz (2001) a susținut că ținta scăzută a inflației stabilită de BCE a dus la creșterea gradului de rigiditate în economie, contribuind la un șomaj structural mai ridicat. În plus, niveluri scăzute ale țintelor inflației pot expune economia la riscul de a intra într-o spirală a deflației. În contrast cu această opinie, Issing (2001) afirmă că o inflație scăzută contribuie la eliminarea iluziei monetare (a banilor ieftini), care la rândul ei reduce necesitatea unei rate pozitive a inflației.

Utilizând date pentru unele țări membre UE, studiul evaluează rezultatele celor două norme alternative de politică monetară, în cazul unor ținte diferite ale inflației (0,2-4%), în termeni de pierderi de producție, în ipoteza că autoritățile monetare utilizează funcția de pierdere la abaterile producției, ale inflației și ale ratelor dobânzii de la valorile țintite. Simulările sugerează că normele de politică monetară anticipativă contribuie la stabilitatea macroeconomică (ducând la fluctuații mai mici în cadrul ciclurilor economice) și la credibilitatea politicii monetare și că o țintă pozitivă a inflației este superioară în termeni de producție mai mare și mai puțin volatilă. În plus, rezultatele nu sunt influențate de modificări ale specificației modelului și de perioada de timp. Aplicarea aceleiași metodologii la țări individuale susține țintirea flexibilă a inflației în funcție de condițiile specifice respectivei țări și poate duce la rezultate generale mai bune privind creșterea economică în Europa. Cu excepția Greciei, simulările sugerează o corelare negativă între media diferenței dintre PIB real și cel potențial și rata medie a inflației, în toate cele trei ținte diferite ale inflației luate în considerare, atât pentru date agregate, cât și pentru cele dezagregate. Rezultatele sugerează, de asemenea, o corelare negativă între varianța de PIB potențial și varianța ratei inflației (niveluri mai înalte ale țintelor inflației duc la variante mai mari ale inflației și la variante mai mici ale producției).

* * *

L'indépendance de la banque centrale polonaise (NBP) est remise en cause – Le Monde, 11 mai 2006

Președintele băncii centrale a Poloniei (NBP), Leszek Balcerowicz, este ținta atacurilor antiliberale ale lui Andrzej Lepper, șeful partidului Samoobrona, care se alătură coaliției la putere.

Chiar în ziua intrării lor în guvernul conservator al lui Kazimierz Marcinkiewicz (Drept și Justiție, PiS), partidul populist Samoobrona (Autodefensiv) și Liga familiilor poloneze (LPR), formațiune naționalistă ultracatolică de extremă dreapta, și-au înmulțit declarațiile vizând liniștirea mediilor financiare. Banca centrală poloneză și-a luat totuși măsuri.

Instituția și președintele său, Leszek Balcerowicz – care este în această funcție din ianuarie 2001 –, au fost până în prezent țintele privilegiate ale atacurilor antiliberale ale lui Andrzej Lepper. Lozincile acestuia sunt: punerea sub tutelă a NBP și destituirea lui Balcerowicz, arhitectul reformelor liberale angajate după 1989.

Neagreat în mediul agricol și în cel al micilor întreprinzători, șeful NBP (fost vice prim-ministru și ministru de finanțe) personifică, pentru mulți polonezi, șomajul ridicat (18 la sută în martie), în timp ce investitorii străini văd în el omul de înseninare economică. „Războiul între Lepper și Balcerowicz reprezintă confruntarea a două viziuni opuse despre Polonia” spune tranșant Andrzej Krakowiak, jurnalist la cotidianul Rzeczpospolita. A fost o dispută care a declanșat o criză deschisă, în februarie, când Samoobrona a avut în vedere să prezinte Camerei Deputaților un proiect de lege vizând dublarea obiectivului fundamental al BNP, pentru a-i reda acesteia responsabilitatea stabilității prețurilor și, în aceeași măsură și simultan, pe cea a creșterii economice. Acest proiect a îngrijorat mult, la Frankfurt, Banca Centrală Europeană. „În foaia de drum a coaliției formate la 27 aprilie între PiS și Samoobrona, cea mai mare parte a proiectelor populștilor – mai ales cel care trasează BNP sarcina de a fi responsabilă de șomaj – au fost moderate, chiar abandonate”, recunoaște Dariusz Filar, membru al Consiliului de politică monetară (CPM), din cadrul NBP. „Dar cel care afectează obiectivul fundamental al NBP, care se va opune dreptului polonez și european, a fost menținut. Legea actuală stipulează că NBP este responsabilă cu stabilitatea prețurilor, și că ea ar putea susține politica guvernului, cu condiția ca acesta să nu se opună obiectivului său principal. Modificarea acestui fundament ar lăsa ușa deschisă presiunilor politice”.

În pofida declarațiilor primului-ministru de asigurare că independența BNP va fi conservată, nimeni nu a respins eventualitatea ca noua coaliție să modifice clauzele ce reglementează CPM. Cei 9 membri ai săi, sub conducerea lui Balcerowicz, sunt numiți de către Camera Deputaților (3), Senat (3) și președintele țării (3). Partidului Samoobrona îi va fi favorabilă reducerea numărului de membri ai CPM. Adoptarea acestei reforme ar implica noi nominalizări și ar permite puterii să crească mai mult numărul pionilor săi.

Astfel, Balcerowicz, al cărui mandat se va sfârși în ianuarie 2007, ar trebui să facă față unei contestații venite chiar din cadrul CPM. După anul 2004, el se află în poziție minoritară față de un grup condus de către Andrzej Slawinski și Andrzej Wojtyna, care dorește o scădere măsurată a ratelor dobânzii, chiar dacă inflația este la cel mai redus nivel (0,4 la sută în martie). De la începutul anului 2006, CPM a diminuat, astfel, în două reprize, ratele sale cu un sfert de procent (ianuarie și februarie), pentru a atinge actualul nivel de 4 la sută.

Dacă piețele financiare au rămas calme în fața venirii la putere a partidului Samoobrona și a LPR, această încredere disimulează prea puțin îngrijorările împărtășite de majoritatea experților în ceea ce privește orientările viitoare ale guvernului. Plecarea ministrului de finanțe, Zyta Gilowska, perceput ca un garant al politicii liberale, va fi interpretată ca un semnal îngrijorător.

* * *

Ehsan U Choudhri, Mohsin S. Khan – *Real exchange rates in developing countries: Are Balassa-Samuelson effects present?* – IMF, Staff Paper nr. 3/2005

Există surprinzător de puține studii empirice care analizează dacă efectele Balassa-Samuelson pot explica evoluția pe termen lung a cursului de schimb real în țările în curs de dezvoltare. Studiul de față analizează această problemă pe baza unui eșantion de date panel privind 16 țări în curs de dezvoltare. Rezultatul acestui demers este că diferența de productivitate dintre bunurile comercializabile și cele necomercializabile este un factor important în determinarea prețului relativ al bunurilor necomercializabile, iar prețul relativ, la rândul lui, exercită un efect semnificativ asupra cursului de schimb real. Raportul de schimb comercial influențează, de asemenea, cursul de schimb real. Aceste rezultate confirmă existența efectelor Balassa-Samuelson în cazul țărilor în curs de dezvoltare.

Argumentul se bazează pe faptul că în timp ce productivitatea în cazul bunurilor comercializabile crește față de cea în cazul bunurilor necomercializabile, va exista o tendință de apreciere a cursului de schimb real. Efectele Balassa-Samuelson sunt în general considerate a fi cauza principală a diferențelor în cursurile de schimb reale (aceleași prețuri în valută pentru un coș de bunuri comparabil) între țări cu niveluri diferite de venituri pe cap de locuitor. Există numeroase studii empirice, bazate pe serii temporale, referitoare la efectele Balassa-Samuelson, dar ele se limitează la țările industrializate. Seriile temporale privind funcționarea mecanismului Balassa-Samuelson în cazul țărilor în curs de dezvoltare au rămas în mare parte neanalizate în studii. Printre puținele studii se numără cele ale lui Canzoneri, Cumby și Diba (1999) și ale lui Lane și Milesi-Ferretti (2002). Un motiv care a dus la această situație este lipsa de date disponibile pentru țările în curs de dezvoltare. Pentru soluționarea acestei probleme, studiul de față utilizează date din mai multe surse privind țările în curs de dezvoltare, pentru a obține noi serii temporale care să arate cum funcționează efectele Balassa-Samuelson în aceste țări.

Eșantionul de date utilizat în studiul de față cuprinde serii temporale din perioada 1976-1994 referitoare la 16 țări. Evoluția cursului de schimb real al dolarului în această perioadă este reprezentată grafic, unde apare și componenta pe termen lung a seriilor cursului de schimb real bazată pe filtrul Hodrick-Prescott. Componenta pe termen lung înregistrează variații ample de-a lungul perioadei eșantion într-un număr de țări. Este, astfel, interesant să se analizeze dacă efectele Balassa-Samuelson au jucat un rol important în determinarea tendințelor pe termen lung. În cazul multor țări, apar fluctuații mari și față de tendința pe termen lung. Unele dintre aceste variații reprezintă crizele valutare ca reacție la atacuri speculative. Analiza empirică din studiul de față încearcă să controleze efectul dinamicii pe termen scurt, pentru a identifica efectele Balassa-Samuelson pe termen lung.

Efectele Balassa-Samuelson pot fi incluse într-o diversitate de modele. În mod obișnuit, aceste efecte sunt evaluate în cadrul unui model static, însă pot fi înglobate cu ușurință în cadrul dinamic al modelelor macroeconomice ale noii economii deschise. Utilizând un cadru compatibil cu modelul macroeconomic al noii economii deschise, studiul de față stabilește două relații stabile care surprind principalele canale ale mecanismului Balassa-Samuelson. Prima relație leagă cursul de schimb de prețurile relative interne și externe ale bunurilor necomercializabile. În anumite condiții, această relație include raportul de schimb comercial ca factor suplimentar care influențează cursul de schimb. Cea de-a doua relație explică prețul relativ al bunurilor necomercializabile. Ca și Canzoneri, Cumby și Diba (1999), studiul de față utilizează restricții în privința tehnologiei de producție pentru a obține o formă simplă de relație, care face din diferența de productivitate între bunurile comercializabile și cele necomercializabile factorul principal în determinarea prețului relativ al bunurilor necomercializabile. Restricția privind tehnologia utilizată pentru a obține cea de-a doua relație nu este necesară pentru obținerea primei relații. O limitare importantă în utilizarea productivității muncii în reflectarea schimbărilor pe termen lung în domeniul tehnologiei este faptul că valoarea pe termen lung a acestei variabile poate fi influențată de schimbările permanente în domeniul cererii. Problema poate să nu fie prea serioasă dacă șocurile tehnologice sunt principala sursă de șocuri permanente care influențează negativ productivitatea muncii. Testele pentru ipoteza efectelor Balassa-Samuelson se bazează în general pe o singură relație, cea care leagă direct cursul de schimb real de diferența de productivitate. O astfel de relație poate fi obținută prin combinarea celor două relații propuse de studiul de față. Evaluarea separată a celor două relații oferă, însă, teste suplimentare ale modelului Balassa-Samuelson.

Având în vedere că seriile temporale pentru țările individuale din eșantion nu sunt foarte lungi, studiul le grupează pentru a estima relațiile. În studiu sunt utilizate tehnici econometrice recente, cu date panel, pentru a identifica efectele pe termen lung ale acestor relații. Rezultatele oferă o dovadă solidă pentru funcționarea mecanismului Balassa-Samuelson în țările în curs de dezvoltare. Utilizând ca țară de comparație SUA, studiul arată că diferențele dintre acestea și țările în curs de dezvoltare în ceea ce privește prețurile relative la bunuri necomercializabile și raportul de schimb comercial

sunt factori importanți ai cursului de schimb real pe termen lung. În plus, variațiile diferențialului productivității muncii exercită o influență importantă pe termen lung asupra variațiilor prețurilor relative. Unul dintre rezultatele care intrigă este acela că efectul estimat al variabilei prețuri relative este mai mare, iar cel al variabilelor de productivitate a muncii este mai mic decât valoarea prevăzută. Studiul sugerează ca explicație a acestor discrepanțe problemele legate de date.

Modelul teoretic din studiu este conceput pentru a sprijini analiza empirică. Accentul este pus pe efectele pe termen lung, astfel că studiul nu modelează dinamica pe termen scurt, ci se axează pe relațiile stabile, în condițiile unei ajustări complete a salariilor și a prețurilor. Se ia în considerare un cadru care cuprinde mai multe țări, fiecare utilizând dotări fixe de forță de muncă și de capital pentru producerea de bunuri comercializabile și necomercializabile în condiții de concurență perfectă. Studiul se concentrează asupra a două modele speciale pentru producția de bunuri comercializabile. Primul model urmează formularea standard Balassa-Samuelson și pornește de la ipoteza că producția fiecărei țări este diversificată și include toate bunurile comercializabile. Cel de-al doilea model pleacă de la ipoteza că producția fiecărei țări se axează pe bunuri comercializabile specifice, ca în modelul lui Armington (1969).

Studiul utilizează mai multe surse pentru a realiza un set de date panel care include serii temporale din 1976 până în 1994 pentru 16 țări. Se pornește de la ipoteza că bunurile comercializabile sunt formate din bunurile produse de sectoarele industriei prelucrătoare și agricol. Pentru comparație s-a ales SUA. Cursul de schimb real se bazează pe indicii prețurilor de consum și reprezintă valoarea reală a unei valute în raport cu USD.

Cu toate că studiul de față utilizează o clasificare a bunurilor comercializabile și necomercializabile similară cu cea folosită în cazul țărilor industrializate, o posibilă problemă o constituie faptul că o parte însemnată din sectorul agricol (și probabil din sectorul industriei prelucrătoare) din țările în curs de dezvoltare poate consta în activități tradiționale, de producere de bunuri necomercializabile. O altă problemă este cea a variației considerabile a calității muncii în diferitele sectoare ale economiilor țărilor în curs de dezvoltare, iar măsurarea productivității muncii utilizată în țările industrializate (bazată pe cifra ocupării forței de muncă, neajustată la schimbările de calitate) nu reflectă această variație.

Modelul empiric din studiul de față include efectele temporale pentru a permite ca efectul variabilelor SUA să fie diferit față de cel al variabilelor din țările în curs de dezvoltare, datorită diferențelor de parametri. Efectele temporale sunt semnificative în cazul ambelor relații. Cu toate acestea, studiul estimează cele două relații și fără efectele temporale. Rezultatele, însă, nu prezintă diferențe importante. Studiul analizează și dacă rezultatele sunt influențate de variația nivelului de venit pe eșantionul de țări. În acest scop, eșantionul de țări în curs de dezvoltare a fost împărțit în două grupe, a celor cu venit ridicat și a celor cu venit scăzut și s-a analizat dacă coeficienții variabilelor Balassa-Samuelson diferă. În mod interesant, rezultatele arată că efectul variabilei preț

relativ (în regresiile cursului de schimb real) este semnificativ mai mare în cazul grupei de țări cu venituri scăzute, în timp ce efectul diferențialului productivității muncii (în regresiile prețurilor relative) este mult mai scăzut. Pornirea de la valori previzionate este, ca urmare, mai pronunțată în cazul țărilor cu venituri scăzute. Având în vedere că problemele legate de date sunt probabil mai mari în cazul țărilor în curs de dezvoltare aflate în partea inferioară a scalei veniturilor, acest rezultat susține explicația sugerată de studiu că estimările efectelor Balassa-Samuelson sunt influențate de erori de comensurare. Rezultatele indică și faptul că efectul raportului de schimb comercial este mai mic în cazul grupei țărilor cu venituri scăzute.

În timpul perioadei eșantion s-au produs crize valutare implicând deprecieri importante ale cursului de schimb într-un număr de țări. Condițiile economice defavorabile în timpul crizei este posibil să fi dus la tendințe similare de evoluție a cursurilor de schimb, a productivității muncii și a prețurilor relative. Studiul utilizează o procedură de estimare care încearcă să separe efectele Balassa-Samuelson pe termen lung de cele pe termen scurt, produse de șocuri temporare (precum cele care duc la crize valutare). Pentru identificarea perioadelor de criză, studiul urmează definiția dată de Kaminsky, Reinhart și Vegh (2004), pentru care un an de criză este acela în care deprecierea monedei este de 25% sau mai mare, adică cu cel puțin 10% mai mare decât deprecierea din luna anterioară. Rezultatele arată că efectul variabilelor de bază Balassa-Samuelson (indicii prețurilor relative și ai productivității muncii) își menține valorile ridicate chiar și după excluderea perioadelor de criză. Efectul variabilei productivitatea muncii devine, de fapt, mai puternic. Efectul raportului de schimb comercial devine mai slab și în majoritatea cazurilor este nesemnificativ. Prin urmare, rezultatele privind influența raportului de schimb comercial asupra cursului de schimb real sunt influențate de includerea sau nu a perioadelor de criză.

În concluzie, se poate spune că separarea influenței șocurilor permanente de cerere și tehnologice asupra productivității muncii pe termen lung este una dintre direcțiile pentru studii viitoare. Continuarea analizei teoretice și empirice propuse de studiul de față ar putea să extindă și cadrul luat în considerare în acest studiu și ar putea evalua rolul unor factori suplimentari.

Rezultatele analizei din acest studiu sugerează că mecanismul Balassa-Samuelson este un cadru empiric util în investigarea evoluției pe termen lung a cursului de schimb real pe termen lung în cazul țărilor în curs de dezvoltare.

* * *

J. Aizenman, J. Lee – *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence* – IMF, Working Paper nr. 198, octombrie 2005

În această lucrare se face o comparație, din punct de vedere al importanței, între argumentele de ordin preventiv și cele de ordin mercantil în procesul de acumulare a rezervelor internaționale de către țările în curs de dezvoltare. În general, rezultatele empirice sunt cele care susțin argumentele de ordin preventiv; în particular, un cont de capital liberalizat se reflectă în majorarea rezervelor internaționale. Teoretic, cererea preventivă sporită de rezerve internaționale se manifestă sub forma unei autoasigurări în vederea prevenirii proceselor costisitoare de lichidare a proiectelor pe termen lung, atunci când există posibilitatea ca activitatea economică să fie confruntată cu întreruperi bruște. Beneficiile obținute din administrarea optimă a rezervelor internaționale au o amplitudine ridicată, ceea ce are ca efect reducerea mărimii costurilor legate de șocurile la nivelul lichidității.

Două obiective sunt avute în vedere în prezenta lucrare: (i) creșterea importanței relative a punctelor de vedere alternative asupra acumulării de rezerve internaționale, și (ii) modelarea cererii preventive de rezerve internaționale, aceasta fiind văzută ca o posibilitate de autoasigurare împotriva reducerilor costisitoare de producție induse de întreruperile bruște ale activității economice și de intrările de capital. Acest model este utilizat pentru a asigura o evaluare avantajoasă a costurilor și beneficiilor referitoare la acumularea de rezerve internaționale, precum și a dimensiunii optime a cererii preventive.

Criza din 1997-1998 din Asia de Est a produs modificări profunde ale cererii de rezerve internaționale, ceea ce a dus în timp la creșterea gradului de acumulare a acestora. Caracteristicile semnificative ale crizei menționate pot oferi indicii despre schimbarea de atitudine în ceea ce privește rezervele internaționale. În primul rând, amplitudinea și viteza inversării fluxurilor de capital în decursul perioadei 1997-1998 i-au surprins pe majoritatea observatorilor. Privind retrospectiv, criza a avut ca efect expunerea vulnerabilităților ascunse ale țărilor din Asia de Est, ceea ce a determinat piața să ia în considerare probabilitatea ca întreruperile bruște ale activității economice să afecteze toate aceste țări. De asemenea, criza a produs scăderi accentuate ale producției și investițiilor, dezechilibre ale creditului și crize profunde ale sistemului bancar din mai multe țări. În cele din urmă, cele mai grav afectate dintre aceste țări au suferit ajustări drastice, prin stoparea declinului producției și reluarea creșterii economice în decursul mai multor ani. În timp ce câteva dintre aceste țări au fost preocupate de controlul capitalului, majoritatea acestora au avut în vedere asigurarea sau creșterea integrării financiare.

Observațiile menționate anterior sugerează faptul că acumularea de rezerve internaționale poate fi considerată ca o ajustare de natură preventivă, care reflectă dorința de autoasigurare împotriva expunerilor la întreruperi bruște ale activității

economice. Totuși, opusul acestui punct de vedere constă în explicația că acumularea de rezerve internaționale este motivată de preocuparea referitoare la competitivitatea exporturilor. Astfel, acumularea de rezerve este interpretată ca o consecință secundară a promovării exporturilor, care este necesară pentru crearea de locuri de muncă mai bune, prin intermediul cărora se poate absorbi forța de muncă excedentară din sectoarele tradiționale, în special din agricultură.

Testul empiric propus de această lucrare potențează specificațiile econometrice anterioare ale rezervelor internaționale prin adăugarea a două seturi de variabile. Primul set ia în considerare factorii asociați cu argumentele de ordin mercantil: creșterea economică întârziată și deviațiile de la paritatea prognozată a puterii de cumpărare (PPP). Al doilea set de variabile are în vedere receptarea ajustării de natură preventivă în urma crizelor neanticipate induse de întreruperile bruște ale activității economice, prin utilizarea variabilelor fictive. Astfel, sunt luate în considerare două evenimente importante, și anume criza din Mexic (1994) și cea din Asia de Est (1997), ambele producându-se în momente când gradul de integrare financiară era ridicat, aceasta fiind promovată de controlul relaxat al capitalului. Rezultatele obținute oferă doar un suport limitat pentru abordarea de natură mercantilă. În timp ce variabilele asociate cu argumentele de ordin mercantil sunt semnificative din punct de vedere statistic, importanța lor economică în procesul de acumulare de rezerve este aproape nulă, fiind limitată de alte variabile. Astfel, deschiderea comercială, măsurată prin ponderea importurilor în GDP, și variabilele crizelor au un rol mult mai important în acumularea rezervelor decât creșterea întârziată a exporturilor și deviațiile PPP. Acest rezultat se aplică tuturor țărilor, inclusiv Chinei. Într-adevăr, analiza amplitudinii variabilelor fictive specifice fiecărei țări relevă faptul că, în cazul Chinei, nu se înregistrează devieri de la nivelul rezervelor. De asemenea, sunt identificate efecte locale puternice ale crizelor: în timp ce criza din Mexic (1994) a dus la creșterea rezervelor în acest stat, aceasta nu a afectat rezervele din Asia de Est. În mod similar, criza din 1997 a avut ca efect creșterea accentuată a acumulării de rezerve în Asia de Est, dar nu și în America Latină. Luând în considerare aceste specificații, un cont de capital liberalizat este considerat un factor de creștere a rezervelor internaționale. Toate aceste informații vin în sprijinul opiniei preventive, deoarece liberalizarea contului de capital va promova argumentul de ordin preventiv într-o măsură mai mare decât argumentul de ordin mercantil. Totodată, includerea variabilelor referitoare la controlul capitalului diminuează importanța statistică a deviațiilor de la PPP, una dintre cele două variabile de ordin mercantil, și are un impact redus asupra importanței statistice a variabilelor crizei.

Angelika Lagerblom, Guy Levy-Rueff – *La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés* – Bulletin de la Banque de France, aprilie 2006

Ținând seama de creșterea spectaculoasă a rezervelor valutare în ultimii ani, în special în țările asiatice, băncile centrale acordă o importanță deosebită alegerii unui cadru adecvat pentru administrarea acestor rezerve. În pofida datelor uneori insuficient de precise sau aduse la zi de manieră tardivă, pot fi evidențiate anumite caracteristici și consecințe interesante ale mișcării de acumulare masivă de rezerve valutare.

În general, în decursul ultimilor ani, băncile centrale și-au diversificat activele atât din punct de vedere al compoziției pe valute, cât și al tipurilor de instrumente cumpărate. Cadrele instituționale de administrare a rezervelor valutare au devenit, de asemenea, mai variate. Totuși, diversificarea instrumentelor de rezervă clasice se lovește de anumite limite. De asemenea, accelerarea acumulării de rezerve rămâne fenomenul major.

Astfel, acest studiu lasă să se înțeleagă că administrarea portofoliilor de rezerve valutare rămâne în general (în Asia, ca și în alte țări ale lumii) supusă la constrângeri net mai stricte decât cele care se aplică portofoliilor private. Deciziile de investire în ceea ce privește rezervele valutare par, de asemenea, mai puțin sensibile la variațiile de preț ale activelor financiare decât deciziile luate de către administratorii portofoliilor private. Date fiind aceste caracteristici, incidența, pe anumite piețe, a operațiunilor de investire a rezervelor valutare acumulate în Asia este probabil mai însemnată decât în cazul portofoliilor private. Pot rezulta distorsiuni de preț, în special pe piața de valori ale Trezoreriei americane, chiar dacă este dificil de separat impactul (asupra ratelor dobânzii acestor piețe) cumpărărilor masive efectuate de către băncile centrale asiatice de cel determinat de o multitudine de alți factori.

Principalele probleme punctate în acest articol sunt:

- Evoluția compoziției rezervelor valutare;
- Diversitatea cadrelor instituționale de administrare a rezervelor valutare;
- Influența diferențelor dintre piețele obligatare americane și cele europene;
- Incidențele asupra dinamicilor de piață.

Principalii deținători de titluri de pe cele două maluri ale Atlanticului

Există diverse surse de date pentru a urmări investițiile instituționale străine și portofoliile de active în dolari. Totuși, nu există date comparabile disponibile pentru piața zonei euro în ansamblul ei: singurele date limitate pot fi obținute de la agențiile naționale de datorie sau de la băncile centrale naționale, ceea ce permite formularea unor concluzii aproximative în ceea ce privește deținerea de titluri financiare ale zonei euro.

Titluri americane

În Statele Unite, ponderea estimată deținută de străini în totalul titlurilor pe termen lung (obligațiuni și acțiuni) a crescut de la 9,7 la sută, în martie 2000, la 14,3 la sută (5 418 miliarde dolari) în iulie 2004. Titlurile pe termen scurt deținute de străini reprezintă aproximativ 588 miliarde dolari. Nu este făcută însă nicio distincție între activele străine oficiale și cele private. Totuși, conform Trezoreriei americane, ponderea rezervelor oficiale în totalul investițiilor de portofoliu efectuate în Statele Unite de către străini este relativ ridicată, deși variabilă în timp.

Raportul confirmă, de asemenea, că investitorii instituționali străini investesc în primul rând în titluri de datorie ale Trezoreriei americane, deși ei și-au majorat plasamentele în titluri ale agențiilor federale și ale întreprinderilor americane. Astfel, pe piața specifică a datoriei Trezoreriei americane, 52 la sută din expunerile totale erau deținute de către străini în iulie 2004, în creștere în raport cu martie 2000 (35 la sută), majoritatea acestor titluri (aproximativ 63 la sută) fiind deținute de către organisme oficiale străine. Investitorii privați străini dețin întotdeauna ponderea majoritară a plasamentelor lor în Statele Unite sub formă de acțiuni, ponderea investițiilor lor în valori ale Trezoreriei americane rămânând practic neschimbată după anul 2000.

În ceea ce privește structura pe scadențe a datoriei americane, deținută de către investitorii instituționali străini, raportul Trezoreriei americane arată că, în iunie 2004, mai mult de 73 la sută din expuneri reprezentau titluri cu o scadență mai mică sau egală cu 5 ani, cu o concentrare pe emisiunile cu scadențe cuprinse între 1 și 3 ani. Situația este similară dacă se iau în considerare numai obligațiunile Trezoreriei americane. Totuși, această concentrare pe scadențele pe termen scurt și mediu, mai degrabă decât pe segmentul pe termen lung, nu face decât să corespundă structurii pe scadențe a expunerilor de titluri emise de Trezoreria americană întrucât, în 2004, numai 34 la sută din expunerile totale ale datoriei publice negociabile erau repartizate pe scadențe mai mari de 5 ani.

În ceea ce privește numai titlurile emise de ea, Trezoreria americană publică, de asemenea, lunar, date referitoare la principalii deținători străini. Se impune, desigur, prudență în ceea ce privește concluziile care se pot trage, însăși Trezoreria americană subliniind caracterul imperfect al datelor. Acestea sunt totuși utile pentru distribuția pe țări și distincția între activele străine oficiale și cele neoficiale.

Japonia

Conform acestor date, activele Japoniei în valori ale Trezoreriei americane sunt de trei ori superioare celui de-al doilea cel mai important deținător (China continentală). Astfel, pe ansamblul anului 2004, Japonia s-a aflat la originea a mai mult de jumătate din totalul cumpărărilor de valori ale Trezoreriei americane de către nerezidenți, chiar dacă, de fapt, aceste achiziții au intervenit în primul semestru al anului 2004. Faptul că Japonia a

fost în permanență un cumpărător important de titluri ale Trezoreriei americane este legat de intervențiile sale pe piețele valutare cu scopul de a împiedica aprecierea yenului, ceea ce înseamnă că autoritățile monetare japoneze nu au procedat la o ajustare dinamică a compoziției în devize a rezervei lor în funcție de un *benchmark* prestabilit. Dacă se compară datele furnizate de către *Treasury International Capital* cu cele ale Ministerului de Finanțe japonez, se constată că, la o sumă de 839 miliarde dolari, 85 la sută sunt investiți în titluri străine, din care cea mai mare parte în valori ale Trezoreriei americane. Autoritățile monetare japoneze dețin, în consecință, o sumă foarte importantă din aceste valori în raport cu alte instituții străine.

China

Ca și în cazul Japoniei, cererea chineză pentru active americane rezultă din intervențiile pe piețele valutare și, până în ultima vreme, cumpărările de devize ale Chinei au avut un caracter mai automat decât cele ale Japoniei, din cauza cursului său de schimb fix în raport cu dolarul. În consecință, una dintre ipotezele cele mai comune este că China a investit, de asemenea, o parte foarte importantă a rezervelor sale valutare în valori ale Trezoreriei americane. Totuși, datele *Treasury International Capital* nu confirmă această ipoteză, probabil pe motivul „componentei legate de conservarea titlurilor”, care duce la o presupusă subestimare a activelor reale ale Chinei continentale în valori ale Trezoreriei americane. În plus, datele *Treasury International Capital* nu arată decât parțial expunerea Chinei în dolari deoarece, diferit de Ministerul de Finanțe japonez, banca centrală a Chinei investește în active mai diversificate. Pe scurt, se va stabili urmărirea consecințelor inflexiunii regimului valutar intervenit în anul 2005. Moneda națională (renminbi) rămâne *de facto* strâns ancorată la dolar. Totuși, autoritățile chineze dispun în prezent de o mai mare libertate pentru:

- a lăsa să floteze renminbi în decursul timpului și, astfel, pentru a cumpăra mai puțină valută;
- a modifica compoziția pe valute a cumpărărilor lor cu scopul de a diminua importanța dolarului;
- a modifica de manieră mai globală cadrul administrării rezervelor lor valutare.

Titluri ale zonei euro

Pentru zona euro, ancheta coordonată asupra investițiilor de portofoliu (*Coordinated Portfolio Investment Survey*), realizată de FMI la finele anului 2002, arată că Statele Unite dețin cel mai important portofoliu de creanțe asupra zonei euro, urmate de Marea Britanie, Japonia și Elveția. Statele Unite dețin în special acțiuni, în timp ce portofoliile Marii Britanii și Japoniei sunt compuse în principal din titluri de datorie. Totuși, aceste date nu indică distribuția geografică la nivelul titlurilor deținute ca active de rezervă sau de către organisme internaționale.

FMI realizează, prin urmare, două anchete complementare cu scopul de a stabili o distribuție geografică a titlurilor deținute ca active de rezervă. Reiese că, în anul 2003,

55 la sută din titlurile deținute ca active de rezervă sau în portofoliile de investire ale organismelor internaționale erau în posesia rezidenților Statelor Unite și numai 28 la sută în cea a rezidenților zonei euro, și aceasta chiar dacă activele emise de către rezidenții americani, după 1997, și-au micșorat profitul față de cele emise de către rezidenții zonei euro. Pentru activele americane, repartiția între datoria pe termen lung și datoria pe termen scurt s-a stabilit la 70 la sută și respectiv la 30 la sută, în timp ce activele zonei euro erau constituite în proporție de 80 la sută din datorie pe termen lung, cele 20 de procente rămase reprezentând datoria pe termen scurt. În zona euro, majoritatea activelor deținute de către instituții oficiale sunt emise de către Germania și Franța (peste 78 la sută). Dacă se poate stabili că portofoliile oficiale de active de rezervă valutară exprimate în euro, care reprezintă aproximativ 740 miliarde dolari, sunt, în mare parte, deținute sub formă de titluri pe termen lung germane și franceze, nu poate fi formulată, însă, nicio concluzie în ceea ce privește distribuția geografică a băncilor centrale și a organizațiilor internaționale care dețin aceste active.

În pofida insuficienței datelor, se poate concluziona că, în raport cu piața americană de valori ale Trezoreriei deținute în proporție importantă în rezervele valutare ale țărilor terțe, numai o mică parte a titlurilor de stat ale zonei euro este în momentul de față deținută ca active de rezervă, ponderea majoritară având-o investitorii rezidenți ai zonei (societăți de asigurare, OPCVM și alte instituții financiare).

* * *

Christoph Rosenberg, Ioannis Halikias, Brett House, Christian Keller
– *Debt-related vulnerabilities and financial crises. An application of the balance sheet approach to emerging market countries – IMF, Occasional Paper nr. 240/2005*

Studiul de față descrie cadrul conceptual al așa-zisei abordări a bilanțului (BSA) și îl aplică la țările cu economie de piață emergentă. Acest tip de analiză este tot mai utilizat de către FMI în evaluarea vulnerabilităților legate de datorie. Există numeroase studii în literatura de specialitate, care analizează problema crizelor financiare și originea lor cu ajutorul BSA. În plus, această abordare a devenit un instrument standard în evaluarea riscului în cadrul sectorului privat.

Studiul are patru obiective:

- Primul: să prezinte, în general, BSA și aplicarea acestei abordări la țările cu economie de piață emergentă. În particular, studiul explică unele concepte de bază ale BSA și modul în care au fost utilizate pentru a analiza factorii generatori și consecințele recentelor crize financiare.
- Al doilea: să ofere o trecere în revistă a evoluțiilor bilanțurilor în țările cu economie de piață emergentă. Studiul ia în considerare principalele tendințe legate de bilanț din ultimul deceniu și include, de asemenea, un număr de studii

de caz. În pofida precarității datelor statistice, studiul demonstrează cum s-au întărit legăturile intersectoriale în decursul timpului. Se sugerează că BSA devine tot mai relevant în analiza vulnerabilității.

- Al treilea: să demonstreze modul cum se poate utiliza BSA pentru a identifica vulnerabilitățile. Studiul trebuie considerat, în principal, ca instrument didactic: atât trecerea în revistă mai largă, regională, cât și studiile de caz ilustrează modul cum BSA poate fi aplicată chiar și în condițiile existenței unor date relativ limitate. De asemenea, studiul evidențiază importanța luării în considerare în mod sistematic a nivelului și a structurii pasivelor și activelor, în plus față de indicatorii macroeconomici tradiționali. Astfel, analiza conexiunilor între sectoarele economiei naționale devine mai facilă, la fel ca și evaluarea activităților extrabilanțiere, inclusiv a pasivelor contingente.
- Al patrulea, să pregătească condițiile pentru dezbaterăa unor probleme legate de politica de supraveghere și de programele sprijinite de către FMI. Studiul încearcă să ofere un argument empiric în susținerea recentelor concluzii ale Consiliului de administrație al FMI referitoare la politicile care pot contribui la creșterea rezistenței economiilor de piață emergente, inclusiv gestionarea corespunzătoare a lichidităților. Pentru conceperea de programe susținute de către FMI, studiul de față oferă o bază pentru discutarea stabilirii optime a condiționalității legate de nivelul datoriei și pentru modul de justificare a accesului la resursele FMI.

Studiul de față se axează cu precădere pe țările cu economie de piață emergentă, deoarece acesta este domeniul unde aplicarea BSA pare deosebit de promițătoare. În primul rând, o serie dintre aceste țări au cunoscut în ultimul deceniu crize de cont de capital, generate adeseori de inadvertențe legate de bilanț. Ele s-au dovedit a fi vulnerabile în special la ieșirile bruște de capital și la unele schimbări accentuate în ceea ce privește încrederea investitorilor, ratele dobânzii și cursurile de schimb, având în vedere că sistemul financiar în cazul acestor țări este mai puțin diversificat decât în țările dezvoltate: în mod obișnuit, țările emergente nu au capacitatea de a emite titluri de valoare în contul datoriei externe în monedă națională și sunt deseori obligate să ia împrumuturi cu scadență pe termen scurt. Astfel, se poate ajunge la o necorelare atât valutară, cât și de scadență. În plus, există mai puține căi de protejare sau de absorbție a pierderilor financiare. În al doilea rând, spre deosebire de țările industrializate unde analiza bilanțului este utilizată deja pe scară largă și riscurile aferente sunt incluse în formularea politicii, analizele efectuate de FMI privind țările cu economie de piață emergentă au potențialul de a oferi elemente noi și de a identifica direcții de studiu. În cele din urmă, actualele constrângeri bugetare ale FMI impun o abordare orientată spre risc, cu axarea pe țările membre cu gradul cel mai înalt de probabilitate de a fi confruntate cu o criză și unde FMI ar putea fi, sau este deja, expus riscului financiar.

Cadrul conceptual BSA este bineînțeles relevant și pentru piețele mature. Problemele legate de bilanț sunt o parte importantă în activitatea FMI de supraveghere a țărilor industrializate. De exemplu, recente consultări privind Art. IV pentru Australia, Irlanda, Marea Britanie și SUA s-au concentrat asupra posibilelor modificări ale valorilor imobilelor și ale implicațiilor asupra creditului ipotecar și datoriei populației.

Conexiunile internaționale ale sectoarelor bancar și de asigurări au făcut obiectul unor studii pentru Germania, Portugalia și Spania. În cazul Austriei, neconcordanțele valutare (creșterea rapidă a volumului creditelor în valută către populație) au fost analizate de către FMI. Analizele au cuprins sectoare specifice, iar datele puse la dispoziție de către autorități au fost în general corespunzătoare. O analiză intersectorială cuprinzătoare a bilanțului necesită o multitudine de date, însă o serie de țări membre FMI (cum ar fi Marea Britanie) încearcă să facă progrese în acest domeniu.

Structura studiului este următoarea: Secțiunea II introduce unele concepte generale care stau la baza BSA și arată că aceasta poate facilita înțelegerea crizelor financiare. Secțiunea III prezintă tendințele în ceea ce privește bilanțurile în sectoarele public și privat din țările cu economie de piață emergentă, evidențiază conexiunile și indică vulnerabilitățile pe care acestea le-ar putea genera. Secțiunea IV încearcă să ofere o explicație a modului cum astfel de vulnerabilități se pot transforma în crize reale, prin analizarea mai detaliată a evoluțiilor bilanțului atât în unele cazuri recente de criză (Argentina, Turcia și Uruguay), cât și în cazuri aproape de criză (Brazilia, Liban și Peru). Secțiunea V cuprinde unele concluzii privind implicațiile politicii monetare, punerea în aplicare a BSA și necesitatea unor studii viitoare.

Studiul de față oferă un sprijin empiric pentru gestionarea lichidităților ca instrument principal în prevenirea crizei. În mod specific, analiza: (1) subliniază importanța existenței unor rezerve temporare de active (*asset buffers*) împreună cu bilanțuri solide ale sectorului public (precum și cursuri de schimb flexibile) pentru a limita disfuncționalitățile imediate și a asigura timpul necesar pentru măsuri de politică corespunzătoare; (2) evidențiază avantajele existenței unor rezerve corespunzătoare în bilanțurile sectorului privat, fapt care ar îmbunătăți disiparea riscului în cadrul sectoarelor și între sectoare; (3) susține întărirea supravegherii bancare pentru limitarea expunerii la riscul valutar și neconcordanțele privind scadențele; și (4) arată cum o gestionare corespunzătoare a pasivelor atât de către sistemul privat, cât și de către sectorul public poate juca un rol important în ținerea sub control a ratelor dobânzii și a riscului.

La nivel operațional, studiul arată că sursele de date existente mai trebuie completate pentru a permite o analiză intersectorială a bilanțului. Analiza din Secțiunile III și IV se bazează pe datele disponibile din surse publice (*International Financial Statistics* publicate de FMI, Banca Mondială și baza de date BIS) și în unele cazuri pe cele de la autoritățile unor țări. Cu toate că recente inițiative în domeniul statistic (SDDS și *Portfolio Investment Survey* coordonat de FMI) au contribuit la îmbunătățirea datelor

privind bilanțul, informațiile nu sunt complete. Uneori aceste lipsuri pot fi compensate prin supoziții pragmatice (de exemplu, băncile nu păstrează poziții valutare deschise, dacă acest lucru este prevăzut de reglementările din domeniul supravegherii). În analiza bilanțului, nu toate problemele necesită spre rezolvare matricea active-pasive prezentată în studiu. Aceasta nu înseamnă, însă, că o colectare mai sistematică a datelor din toate țările membre FMI nu ar îmbunătăți mult calitatea analizei.

Un prim pas spre operaționalizarea BSA ar fi finalizarea analizei pentru raporturi simple, care pot fi ușor calculate și comparate cu cele din alte țări. Recent au fost propuși indici cuprinzători, printre alții de către Goldstein și Turner (2003) și prin modelul M/Risk. Studiul de față utilizează o serie de indicatori pentru a calibra diversele riscuri de bilanț.

La FMI sunt în curs de elaborare studii analitice și empirice în vederea aplicării BSA în analiza vulnerabilității. Exemplele prezentate în studiu sunt o primă tentativă în efortul de a utiliza analiza bilanțului în supravegherea bilaterală și multilaterală. În paralel, BSA a fost utilizată și în consultațiile FMI cu țările membre referitoare la Art. IV. Pe măsură ce date statistice mai cuprinzătoare devin disponibile, sfera de cuprindere atât a indicatorilor, cât și a țărilor incluse în analiză poate fi extinsă. În plus, se poate încerca o înțelegere mai profundă a vulnerabilităților legate de bilanț prin includerea în analiză a operațiunilor extrabilanțiere și prin utilizarea unei rupturi sectoriale cu un grad mai mare de dezagregare, chiar dacă datele limitate impun utilizarea unui eșantion mai redus de țări. BSA ar putea fi extinsă pentru a include și principalele canale de contagiune financiară identificate în literatura de specialitate. O altă direcție promițătoare este aplicarea abordării creanțelor contingente, care urmează liniile descrise în studiul de față, extinsă la testul de stres.

Cu toate că este un instrument util, BSA este departe de a deveni un element standard sau doar recomandat în activitatea de supraveghere a FMI.

* * *

The IMF's approach to capital account liberalization – IMF, Evaluation Report 2005

În contextul unor fluxuri de capital foarte volatile pe plan internațional și al instabilității financiare cu care se confruntă unele dintre principalele țări cu economie de piață emergentă în ultimii ani, rolul FMI în liberalizarea contului de capital a fost subiectul unor controverse. În special rolul FMI este foarte controversat, având în vedere că liberalizarea contului de capital este un domeniu în care specialiștii nu au ajuns la un consens. În plus, cu toate că liberalizarea contului de capital se numără printre obiectivele oficiale ale FMI menționate în statutul acestuia, FMI nu are un mandat explicit de a promova liberalizarea contului de capital. Statutul FMI are doar o jurisdicție limitată în ceea ce privește problemele legate de contul de capital. Cu toate acestea, FMI a acordat o atenție mai mare acestor probleme în ultimele decenii, ținând

seama de importanța crescândă a fluxurilor de capital pentru țările membre în gestionarea macroeconomică. Prin urmare, o evaluare independentă a modului cum FMI a soluționat problemele referitoare la contul de capital pare justificată.

Evaluarea încearcă: (1) să contribuie la creșterea gradului de transparență a abordării FMI în ceea ce privește problemele legate de liberalizarea contului de capital; și (2) să identifice domeniul, dacă este cazul, în care instrumentele și metodele operaționale ale FMI ar putea fi îmbunătățite în vederea unei soluționări mai eficiente a problemelor legate de contul de capital. Problemele tratate în evaluare nu sunt legate doar de liberalizarea contului de capital, ci și de gestionarea fluxurilor de capital, inclusiv de aplicarea temporară a controlului capitalului. Evaluarea nu se ocupă, însă, de problema dacă conturile de capital liberalizate sunt prin ele însele benefice (asupra căreia literatura de specialitate nu a putut oferi un răspuns definitiv) și nici dacă Statutul FMI trebuie modificat pentru a oferi instituției un mandat explicit și jurisdicție în privința problemelor legate de contul de capital. Evaluarea evidențiază într-o anumită măsură consecințele absenței acestui mandat explicit.

Raportul de evaluare începe prin a trece în revistă abordarea și analiza operațională generală a FMI de la începutul anilor '90 până la începutul anilor 2000. Apoi este analizată activitatea FMI în raport cu: (1) rolul său în liberalizarea contului de capital în perioada 1990-2002, (2) consilierea țărilor membre în privința gestionării fluxurilor de capital în aceeași perioadă, și (3) preocupările permanente legate de problemele referitoare la contul de capital. Raportul se încheie cu două recomandări principale.

În pofida ambiguității din Statut cu privire la rolul instituției în problemele legate de contul de capital, FMI a reacționat la mediul internațional schimbător, acordând o tot mai mare importanță problemelor referitoare la contul de capital. În același timp cu inițiativele de modificare a Statutului, FMI și-a extins sfera preocupărilor operaționale în domeniul contului de capital.

În cadrul supravegherii multilaterale, analiza FMI anterioară mijlocului anilor '90 avea tendința de a pune accentul pe avantajele pentru țările în curs de dezvoltare ale accesului mai mare la fluxurile internaționale de capital și să acorde mai puțină atenție posibilelor riscuri generate de volatilitatea fluxurilor de capital. Mai recent însă, FMI a acordat mai multă atenție diverșilor factori de risc, inclusiv legăturii dintre politicile țărilor industrializate și fluxurile internaționale de capital, precum și cauzelor și implicațiilor ciclurilor economice. Totuși, analiza este axată încă asupra modului cum ar trebui țările în curs de dezvoltare să trateze problema volatilității fluxurilor de capital (de exemplu, în domeniul politicii macroeconomice și a cursului de schimb, al sectorului financiar care trebuie întărit, precum și al transparenței). Cu toate că FMI a tratat aspectele de hazard moral pe care le implică ciclurile de expansiune și recesiune economică (*boom-and-bust cycles*) prin încurajarea flexibilității cursului de schimb în țările beneficiare și prin limitarea accesului la resursele FMI în tipul unei crize, acesta nu s-a situat în fruntea dezbaterii referitoare la ce se poate face (dacă poate fi făcut ceva) pentru a

reduce prociclicitatea mișcărilor de capital prin măsuri de reglementare privind investitorii din țările sursă.

De la începutul anilor '90, conducerea FMI, angajații și Consiliul Executiv au conștientizat posibilele riscuri ale liberalizării premature a contului de capital. De asemenea, au relevat necesitatea unui sistem financiar solid pentru a minimiza riscurile liberalizării. Recunoașterea acestor lucruri a rămas în mare parte la nivel conceptual și nu a dus la o recomandare operațională privind condițiile, ritmul și etapizarea liberalizării până la sfârșitul anilor '90. Pe măsură ce au apărut datele preliminare privind aparenta eficiență a controlului capitalului în Chile de la mijlocul anilor '90, în cadrul FMI a început să se manifeste o opinie favorabilă legată de controlul capitalului ca măsură temporară pentru a face față intrărilor mari de capital.

În acest context, modificarea Statutului, adusă în discuție la finele anilor '90, nu s-a bucurat de suficient sprijin, menținându-se astfel ambiguitatea privind rolul FMI. Între timp, s-a ajuns la un oarecare consens, așa-numita abordare „integrată”, care face liberalizarea contului de capital parte a unui program cuprinzător de reforme economice în cadrul politicii macroeconomice, al sistemului financiar național și al reglementărilor prudențiale. Cu toate părțile ei bune, noua abordare s-a dovedit a fi greu de aplicat ca linie directoare în etapizarea liberalizării, deoarece evidențiază toate interconexiunile posibile, însă nu oferă criterii clare pentru identificarea unei ierarhizări a riscurilor. Mai mult, această abordare rămâne neoficială, nefiind aprobată de Consiliul Executiv.

Raportul de evaluare analizează activitatea FMI în țările membre în raport cu următoarele criterii: (1) dacă au existat diferențe între deciziile de politică generală și consultanța oferită țărilor individuale; (2) dacă consultanța FMI a fost operațională și bazată pe date solide; (3) dacă recomandările FMI au fost schimbate în timp și dacă aceste schimbări au fost în concordanță cu datele disponibile; (4) dacă recomandările FMI au fost similare pentru țări aflate în situații similare; (5) dacă recomandarea privind contul de capital este inclusă într-o evaluare mai largă a politicilor macroeconomice ale autorităților și a cadrului instituțional din țara respectivă.

În anii '90, FMI a încurajat liberalizarea contului de capital, însă raportul de evaluare sugerează că în toate țările care au liberalizat parțial sau aproape total contul de capital, acest proces era inclus în agenda economică și politică a autorităților din respectivele țări. În nici un caz de program analizat, FMI nu a impus liberalizarea contului de capital ca o condiționalitate oficială (înțeleasă ca acțiuni preliminare, criterii de performanță sau indicatori structurali), cu toate că aspecte ale liberalizării au fost adeseori incluse în pachetul de politici prezentate Fondului. Aceasta corespunde interpretării Statutului, care stabilește că FMI nu poate solicita țărilor membre înlăturarea controlului capitalului ca o condiție pentru utilizarea resurselor sale. În prima jumătate a anilor '90, FMI a ridicat foarte rar problema etapizării liberalizării contului de capital. Începând aproximativ din 1994 și, mai ales, după criza din Asia, FMI a pus accentul pe necesitatea îndeplinirii unor condiții; în general abordarea FMI în relația cu țările

membre a fost destul de pragmatică, cu precădere în ultima perioadă, fiind astfel acceptate punctele de vedere ale autorităților din țara respectivă în ceea ce privește ritmul și etapizarea liberalizării contului de capital.

Ca urmare a fluxurilor importante de capital, asociate cu provocările macroeconomice din anii '90, problema gestionării fluxurilor mari de capital a devenit un subiect obișnuit de discuție între FMI și autoritățile țărilor membre. Recomandările FMI erau în linii mari în concordanță cu concluziile de politică monetară trase în literatura teoretică de specialitate privind macroeconomia economiei deschise. Recomandarea era restricționarea politicii fiscale și o mai mare flexibilitate a cursului de schimb. Poziția FMI referitoare la sterilizare sublinia costurile cvasifiscale și ineficiența pe termen mai lung ale acesteia, sprijinind însă în foarte mare măsură alegerile de politică monetară ale autorităților respectivelor țări. În puține cazuri, FMI a recomandat continuarea liberalizării schimburilor comerciale, liberalizarea ieșirilor de capital și o reglementare prudențială mai strictă, ca măsuri pentru a face față intrărilor mari de capital. Acestor și altor măsuri structurale, FMI le-a dat relativ puțină atenție în recomandările sale, cu toate că în ultimii ani s-a acordat o importanță crescândă întăririi cadrului de reglementare a sectorului financiar, în special în Programul de Evaluare a Sectorului Financiar (FSAP).

Utilizarea controlului capitalului a fost un subiect controversat nu numai în cadrul FMI, ci și în rândul cadrelor universitare și al factorilor de decizie în domeniul politicii monetare. În principiu, FMI era împotriva controlului capitalului. Punctul său de vedere considera că, în special pe termen lung, controlul capitalului nu este eficient și nu poate fi un substitut pentru ajustările din politicile macroeconomică și de curs de schimb, dar a acceptat totuși utilizarea controlului capitalului de către unele țări. În puține cazuri, atât înainte, cât și după izbucnirea crizelor din 1997-1998, FMI chiar a sugerat că acest control al capitalului bazat pe evoluția pieței ar putea fi introdus ca măsură prudențială. În general, FMI a devenit mai îngăduitor cu controlul capitalului, chiar dacă numai în calitate de instrument secundar ca importanță și utilizat temporar.

În același timp cu încurajarea liberalizării contului de capital, FMI a subliniat de la început riscurile inerente, precum și necesitatea existenței unui sistem financiar solid. Riscurile însă au fost insuficient evidențiate, iar recunoașterea riscurilor și a condițiilor nu a fost transpusă în consultanța de specialitate oferită de FMI cu privire la ritmul sau etapizarea liberalizării contului de capital decât de la sfârșitul anilor '90.

În cadrul supravegherii multilaterale, analiza efectuată de FMI pune accentul pe avantajele pentru țările în curs de dezvoltare ale accesului mai larg la fluxurile internaționale de capital, dând mai puțină atenție riscurilor pe care le implică volatilitatea fluxurilor de capital. Astfel, consultanța FMI s-a axat mai mult pe țările beneficiare ale fluxurilor de capital și mai puțin asupra modului de gestionare a intrărilor mari de capital și asupra ciclurilor economice. În cadrul supravegherii multilaterale, FMI a oferit puțină consultanță cu privire la modul în care țările de origine ar putea

contribui la reducerea volatilității fluxurilor de capital pe partea ofertei. În ultimii ani, analiza FMI a acestor factori legați de cerere s-a intensificat, accentul rămânând însă la țările beneficiare.

În activitatea sa cu țările membre, FMI a manifestat o oarecare incoerență în ceea ce privește consilierea în probleme de cont de capital. Etapizarea a fost menționată în unele cazuri, în altele nu; recomandările referitoare la gestionarea intrărilor de capital erau în conformitate cu prevederile standard de politică monetară, cu intensitate diferită în funcție de țară sau de timp; și au fost exprimate diverse puncte de vedere cu privire la utilizarea controlului capitalului. Dacă se poate explica de ce s-a dat un anumit tip de consultanță în cazuri particulare, nu se poate face o apreciere asupra coerenței consultanței generale de politică monetară a FMI. Aparenta incoerență se datorează în mare parte deciziei discreționare a angajaților FMI și nu aplicării coerente a aceluiași principii la situații diferite.

Evaluarea relevă faptul că, în timp, FMI a tras învățăminte în problemele legate de contul de capital. Astfel, a fost influențată activitatea FMI prin două canale. Primul: abordarea generală a FMI a răspuns, chiar dacă treptat, la noile evoluții sau date. Al doilea: indiferent de modul cum s-a schimbat abordarea generală, unele învățăminte s-au reflectat mai repede în activitatea FMI cu țările membre, prin impactul asupra unor angajați ai FMI. Absența unei poziții oficiale a FMI cu privire la liberalizarea contului de capital, asociată cu neconcordanța parțială între liniile directoare generale și activitatea FMI legată de țările individuale, a avut consecințe diferite. Pe de-o parte, aceasta a dat țărilor membre libertatea de a utiliza propriile judecăți profesionale și intelectuale în tratarea unor probleme specifice respectivei țări. Pe de altă parte, neconcordanța reflectă ambiguitatea inerentă a acestui aspect al activității FMI, manifestată în lipsa de coerență în activitatea desfășurată individual cu fiecare țară.

Din evaluare reies două domenii în care FMI poate să-și îmbunătățească activitatea privind contul de capital.

Prima recomandare: Este necesară mai multă claritate în ceea ce privește problemele legate de contul de capital. Evaluarea nu se axează pe argumente pro sau contra modificării Statutului, însă sugerează că ambiguitatea referitoare la problemele privind contul de capital a dus la o oarecare lipsă de coerență în activitatea cu țările membre. Cu sau fără modificarea Statutului, coerența activității FMI poate fi îmbunătățită în alte moduri, de exemplu:

- trebuie clarificat locul pe care îl ocupă problemele legate de contul de capital în supravegherea exercitată de FMI. Baza cea mai clară pentru supravegherea contului de capital este stabilită în decizia Comitetului Executiv al FMI prin care în activitatea de supraveghere trebuie să fie luată în considerare introducerea anumitor restricții de cont de capital în ceea ce privește aspectele legate de balanța de plăți. Această limitare la balanța de plăți este însă prea restrictivă pentru a cuprinde problemele referitoare la contul de capital care reies din

activitatea FMI cu țările membre. Pe de altă parte, prevederile mai largi privind responsabilitatea FMI în domeniul supravegherii stabilite în preambulul Art. IV sunt prea generale pentru a oferi o linie directoare pentru problemele legate de contul de capital. Comitetul Executiv ar trebui să stabilească oficial domeniul de responsabilitate privind supravegherea legată de contul de capital. O astfel de clarificare ar recunoaște că politica referitoare la contul de capital este strâns legată de politica cursului de schimb, ca parte a întregului pachet de politici macroeconomice, și că în multe țări fluxurile de capital sunt, în această privință, mai importante decât fluxurile de numerar (*current flows*); controlul capitalului poate fi utilizat pentru a manipula cursul de schimb sau pentru a amâna ajustarea externă necesară; și că politica contului de capital a unei țări creează externalități pentru alte țări. Ca urmare, politica contului de capital este de importanță majoră în activitatea de supraveghere.

- FMI ar putea să sporească fermitatea recomandărilor privind contul de capital, pe baza unei analize solide a situației particulare și riscurilor la care este expusă o țară. Pentru a sprijini autoritățile unei țări să decidă asupra momentului și modalității de liberalizare a contului de capital, FMI trebuia să ofere o calibrare cantitativă a avantajelor, costurilor și a riscurilor pe care le implică practic desfășurarea în ritmuri diferite a acestui proces.
- Consiliul Executiv al FMI trebuie să elaboreze o declarație care să clarifice elementele comune ale unui acord privind liberalizarea contului de capital. Declarația ar trebui să cuprindă următoarele elemente: (1) într-o lume ideală nu ar fi necesar controlul mișcărilor de capital (cu toate că piețele financiare ar putea să nu funcționeze astfel); (2) controlul nu trebuie utilizat ca substitut pentru ajustarea politicilor macroeconomice și structurale; (3) un cadru larg pentru etapizarea liberalizării bazat pe consensul din literatura de specialitate privind ordinea reformelor economice; (4) importanța luării în considerare a situației specifice unei țări; și (5) riscurile nu pot fi niciodată eliminate în totalitate, astfel încât acestea nu pot fi utilizate ca motiv pentru amânarea permanentă a liberalizării.

A doua recomandare: Analiza și supravegherea de către FMI trebuie să acorde o mai mare atenție factorilor de pe partea ofertei în ceea ce privește fluxurile internaționale de capital și măsurile care pot fi luate pentru a minimiza volatilitatea fluxurilor de capital. Până în prezent, FMI s-a axat cu precădere pe măsurile pe care trebuie să le ia țările beneficiare. După cum s-a constatat în evaluare, în ultimele analize FMI a acordat o atenție sporită factorilor de pe partea ofertei, inclusiv ciclurilor *boom-and-bust* în finanțarea piețelor emergente. În efortul de a înțelege mai bine piețele financiare pe plan mondial, FMI a înființat International Capital Markets Department (ICM); participă activ la Forumul pentru Stabilitate Financiară, înființat pentru a monitoriza posibilele vulnerabilități ale piețelor financiare, și a luat a serie de alte inițiative. Acestea sunt inițiative importante și bine-venite, însă prin ele FMI încă nu a soluționat în totalitate

problema volatilității fluxurilor de capital prin măsuri de partea ofertei. În acest sens, FMI ar putea furniza mai multe date pentru supravegherea financiară a țărilor cu economii avansate și în general pentru alte probleme legate de piețele financiare. Sunt actualele linii directoare în domeniul supravegherii concepute astfel încât să genereze stabilitate? Ce măsuri se pot lua (dacă acest lucru este posibil) de partea ofertei pentru a reduce ciclicitatea și comportamentul de turmă? Desigur acestea sunt teme asupra cărora nu există un consens în rândul specialiștilor. FMI și-ar putea aduce contribuția în acest domeniu. Într-adevăr, una dintre problemele identificate ca posibile priorități pentru programul de studii al FMI pe termen mediu (legat de mecanismele instituționale și contractuale care pot contribui la protejarea țărilor împotriva volatilității externe) merge într-o măsură în această direcție, însă nu trebuie să se axeze doar asupra politicilor fluxurilor de capital în țările beneficiare.

* * *

Money market management and liquidity needs – Deutsche Bundesbank, Raport anual 2005

Prin furnizarea sau absorbirea numerarului emis de băncile centrale prin operațiuni de politică monetară, Eurosistemul oferă posibilitatea instituțiilor de credit din zona euro să respecte fără probleme cerințele minime de capital. Scopul este de a realiza o rată a dobânzii *overnight* pe piața monetară (măsurată în termeni de medie ponderată EONIA), care să fie cât mai apropiată de rata dobânzii de referință a Eurosistemului. Astfel, se asigură reflectarea precisă pe piața monetară *overnight* a politicii monetare a Consiliului Executiv al BCE.

În anul 2005, factorii de decizie de pe piața monetară s-au confruntat cu sarcina compensării creșterii cu 21% a cererii de lichiditate din partea instituțiilor de credit, generată de factori autonomi și de cerințele minime de rezerve la o medie anuală de 376,5 miliarde euro. Factorii autonomi au crescut cu 56 miliarde euro, în mare parte ca urmare a creșterii cu 69,1 miliarde euro a volumului bancnotelor în circulație. La sfârșitul lunii februarie, volumul bancnotelor în circulație a ajuns la 551,1 miliarde euro. Totuși, la 15%, rata de creștere în 2005 a fost cu 4 puncte procentuale mai mică decât în anul precedent. De asemenea, cererea de lichiditate generată de depozitele țărilor la Eurosistem a crescut, și ea, cu 4,8 miliarde euro. Nivelul acestor depozite a variat în cadrul benzii mai largi obișnuite, de la 29,1 miliarde euro pe 28 decembrie la 90,5 miliarde euro pe 30 iunie. La nivelul de 12,6 miliarde euro, volatilitatea măsurată ca abatere standard pe parcursul unei zile a fost cu 1,7 miliarde euro mai mare decât în anul 2004. În 2005, volatilitatea factorilor autonomi, ca întreg, a fost cu puțin peste 15,7 miliarde euro. Acest fapt subliniază importanța depozitelor guvernamentale pentru prognozele Eurosistemului privind lichiditatea, pe baza cărora se stabilește volumul operațiunilor de politică monetară. Ca urmare, evoluția factorilor autonomi a fost determinată în primul rând de tendința ascendentă în circulația bancnotelor și de variațiile pe termen scurt ale depozitelor guvernamentale. Evoluția celorlalți factori autonomi, prin intermediul cărora 17,9 miliarde euro au intrat pe piață, a încetinit ușor

creșterea cererii de lichiditate netă. În mare parte, acest lucru s-a datorat majorării, pe baza prețurilor de piață, a stocului deținut de Eurosistem de titluri de valoare denominate în moneda unică cu 15,1 miliarde euro.

Pentru a satisface cererea crescândă de lichiditate, Eurosistemul și-a extins aria operațiunilor de politică monetară cu 65,7 miliarde euro. Ținând seama de faptul că cererea de lichiditate va crește în 2006, s-a mărit ușor proporția în volumul refinanțării a operațiunilor de refinanțare pe termen mai lung. În 2005, factorii de decizie de pe piața monetară s-au confruntat cu o schimbare importantă în ceea ce privește operațiunile de refinanțare pe termen mai lung pe data de 22 decembrie când, datorită unei oferte eronate a unei contrapartide, au putut fi alocați numai 12,5 miliarde euro față de 30 miliarde euro cât prevedea ținta. Eurosistem a anunțat imediat a doua operațiune de refinanțare pe termen mai lung, cu scadența începând de la un an. În pofida deficitului de 17,5 miliarde euro dintr-o zi din cauza datei ulterioare a valutei, EONIA a crescut, ușor și doar temporar, cu 6 puncte de bază pe 22 decembrie.

Ca medie anuală, bilanțurile instituțiilor de credit întocmite pe baza cerințelor băncii centrale au fost în 2005 cu 9,6 miliarde euro mai mari decât în anul precedent, reflectând parțial creșterea cerințelor de rezerve minime. Cerințele de rezerve minime au crescut într-un ritm accelerat, de la 4% în 2004 la 7% în 2005, ca urmare a importantei expansiuni monetare din zona euro. În perioada februarie-martie 2006, cerințele de rezerve minime situate la nivelul de 157,5 miliarde euro au fost cu 12% mai mari decât în anul precedent.

Ca urmare a introducerii noului cadru operațional de politică monetară a reieșit clar în toamna anului 2004 că orice abatere semnificativă între EONIA și rata minimă de ofertă după ultima operațiune de refinanțare a pieței dintr-o perioadă, în cazul unor dezechilibre majore de lichiditate, trebuie contracarată printr-o operațiune de reglaj fin efectuată în ultima zi a perioadei. În 2005, Eurosistem a desfășurat nouă operațiuni de reglaj fin: trei operațiuni de furnizare de lichiditate și șase operațiuni de sterilizare. În 2006, s-au desfășurat până în prezent două operațiuni de furnizare de lichiditate și o operațiune de sterilizare. Marja de corecție a nivelului țintit al lichidității s-a situat între 2,5 miliarde euro și 10 miliarde euro. În 2005, în trei ocazii, volumul țintit pentru operațiunile de reglaj fin, care reflectau surplusul efectiv de lichiditate, nu a fost realizat din cauza ofertei insuficiente. Astfel s-a întâmplat și în cazul operațiunii de reglaj fin din 7 martie 2006. Participanții la piață au afirmat că situația a fost generată de incertitudinea privind propria situație a lichidității la momentul desfășurării operațiunilor și de remunerarea insuficientă asigurată de rata minimă de ofertă. În toate cele patru cazuri s-a aflat mai târziu că rata dobânzii ar fi fost destul de atractivă în comparație cu rata dobânzii practicate pe piață după efectuarea operațiunii. Dimpotrivă, în cazul operațiunilor de reglaj fin de sterilizare din 8 martie, 11 octombrie și 5 decembrie 2005, volumul țintit a fost în întregime alocat. O comparație a perioadelor dinainte și după introducerea în toamna anului 2004 a politicii de reglaj fin demonstrează succesul politicii de stabilizare a EONIA în timpul dintre decontarea

ultimei operațiuni de refinanțare a pieței și sfârșitul perioadei. Odată confirmat în conferința de presă care a urmat ședinței Consiliului Executiv al BCE din aceeași zi faptul că nici piața monetară și nici sistemele de plăți nu au fost influențate negativ, situația a revenit rapid la normal.

În 2005, ecartul dintre EONIA și rata minimă de ofertă a crescut cu 2 puncte de bază la o medie de 7 puncte de bază. Acesta nu prezintă o amenințare pentru aplicarea obiectivelor de politică monetară a Consiliului Executiv al BCE pe piața monetară *overnight*. Totuși, începând din octombrie 2005, Eurosistem a reacționat la creșterea ecartului în cadrul EONIA printr-o alocare sistematică a sumelor operațiunilor de refinanțare a pieței de până la 3 miliarde euro peste suma de referință, după ce această metodă s-a soldat cu succes în calmarea tendinței de creștere a EONIA la trecerea din anul 2004 în 2005. În acest fel, în 2005 a fost posibil ca ecartul să fie cel puțin limitat, de obicei mare la sfârșitul anului, la 17 puncte de bază, nivelul cel mai scăzut de la înființarea uniunii monetare europene. Cu toate acestea, în februarie 2006, ecartul EONIA s-a menținut la un nivel înalt, de 9 puncte de bază în cea mai mare parte a perioadei.

Unul dintre principalele avantaje ale cadrului de politică monetară aplicat începând din martie 2004 este așteptarea participanților la piață că schimbările iminente ale ratelor dobânzii de către Consiliul Executiv al BCE nu vor avea un impact asupra condițiilor de pe piața monetară *overnight* în perioada curentă de menținere. În primele două săptămâni înaintea majorării ratei dobânzii de referință pe 1 decembrie 2005, s-au manifestat, pentru prima dată după martie 2004, așteptări clar conturate privind rata dobânzii pe termen scurt, fapt care a dus la o oarecare lărgire a ecartului EONIA cu 11 puncte de bază pe 23 noiembrie. Totuși, ecartul s-a micșorat continuu în următoarele zile, până la un nivel inferior ratei minime de ofertă în ziua care urmat ședinței Consiliului Executiv. Un fapt important care a dus la această evoluție a fost alocarea de către BCE, în mod excepțional, a unei sume de 1 miliard euro peste suma de referință în ultima operațiune de refinanțare a pieței din perioada respectivă. În ceea ce privește majorarea ratei dobânzii pe 2 martie 2006, ecartul EONIA a început să crească cu numai o săptămână înainte, cu un maxim de 6 puncte de bază la sfârșitul lunii, pe 28 februarie, creșterea fiind considerabil mai puțin accentuată. La sfârșitul perioadei de menținere, datorită unui excedent de lichiditate, EONIA s-a situat din nou la un nivel sub vechea rată minimă de ofertă. Ca urmare, distincția strictă între condițiile de pe piața monetară *overnight* pentru perioade diferite de menținere, care a fost unul dintre obiectivele cadrului operațional revizuit de politică monetară, s-a soldat recent cu mai mult succes.

În general, se poate spune că în 2005, gestionarea prin Eurosistem a pieței monetare s-a dovedit încă odată a fi adecvată implementării orientării politicii monetare a BCE într-un mediu schimbător și a asigurat condiții echilibrate pe piața monetară din zona euro.

Mark Griffiths, Reza Moghadam – *Turkey at the crossroads. From crisis resolution to EU accession* – IMF, Occasional Paper nr. 242/2005

La aproape cinci ani de la criza economică din 2000-2001, direcția evoluției economiei turce a fost una favorabilă. Rata creșterii economice a fost una accelerată timp de trei ani consecutivi, inflația a scăzut de la 70% la sfârșitul anului 2001 la o rată cu o singură cifră, atât ratele dobânzii nominale, cât și ale dobânzii reale s-au redus accentuat, iar datoria publică s-a diminuat semnificativ, contribuind la îmbunătățirea perspectivelor sustenabilității acesteia. Menținerea și consolidarea acestor câștiguri vor fi principala provocare în anii următori. În acest context, studiul de față trece în revistă rezultatele înregistrate în domenii principale: creștere economică, inflație, datorie, reforma sectoarelor financiar și fiscal, precum și piața forței de muncă. Studiul are ca obiectiv atât evaluarea eficienței reformelor aplicate după producerea crizei, cât și oferirea de indicii pentru direcția pe care să o urmeze în viitor politica economică.

Îmbunătățirea rezultatelor în ceea ce privește creșterea economică a fost unul dintre obiectivele principale ale programului de reformă din 2001-2004, atât prin stabilizarea macroeconomică, cât și prin reforma structurală a economiei. În cazul Turciei, o rată mai înaltă a creșterii economice poate contribui semnificativ la sustenabilitatea datoriei, la creșterea nivelului de trai pentru a atinge standardele UE și la reducerea șomajului. Capitolul II al studiului prezintă date legate de evoluția creșterii economice a Turciei și factorii care o explică. Rezultatele au fost ușor superioare mediei înregistrate pe plan mondial, în special după 1980, în mare parte datorită deschiderii comerciale, a liberalizării pieței financiare și a reformelor economice. Turcia ar fi putut însă să înregistreze rezultate mult mai bune. Un factor important care a frânat creșterea economică și a mărit volatilitatea economiei a fost lipsa de disciplină în politicile fiscală, monetară și financiară. Astfel, economia a fost destabilizată, iar rata creșterii economice redusă. În perspectivă, analiza sugerează că Turcia are un potențial de creștere economică similar cu cel al țărilor din Asia de Est. Recenta scădere a inflației poate contribui la o creștere economică accentuată în viitor. Menținerea disciplinei în politicile aplicate și continuarea reformelor structurale vor fi esențiale pentru susținerea unei rate înalte a creșterii economice și pentru reducerea volatilității.

Reducerea nivelului persistent înalt al inflației a fost un alt obiectiv al reformei, menit să îmbunătățească rezultatele economice pe termen mediu ale Turciei. Inflația a început să crească în anii '70 și a atins nivelul maxim, de peste 100%, odată cu cel de-al doilea șoc al prețului petrolului, și a crescut din nou la mijlocul anilor '90. Unicitatea acestei experiențe nu rezidă atât în nivelul înalt al inflației, ci în faptul că Turcia a rezistat un timp atât de îndelungat cu rate înalte ale inflației, fără o explozie în hiperinflație. Inflația înaltă, persistentă pentru un timp îndelungat, a creat îngrijorarea că stabilirea prețurilor a devenit retrospectivă, ceea ce ar fi complicat sarcina de a reduce inflația.

Capitolul III arată că, în mare parte, inflația persistentă se autoalimenta: procesul inflaționist era generat mai mult de așteptările privind o rată înaltă a inflației, mai

degrabă decât de indexarea retrospectivă. Politica fiscală se dovedește a fi factorul determinant al acestor așteptări, astfel încât concentrarea programului de reformă asupra generării susținute de surplusuri primare mari a fost de cea mai mare importanță pentru procesul dezinflației.

Deficiențele de bilanț din sectoarele financiar și economic au contribuit la vulnerabilitatea Turciei în fața crizei. Capitolul IV prezintă slăbiciunile existente și relevă cum au fost acestea amplificate de deprecierea monedei naționale în 2001 și de creșterea ratelor dobânzii în timpul crizei. În acest capitol se arată, de asemenea, că bilanțurile sectorului privat s-au restabilit, în parte ca urmare a revigorării economice și a succesului înregistrat în procesul de stabilizare, dar și a transferului unora dintre vulnerabilități asupra guvernului, care și-a asumat riscuri valutare și de rate ale dobânzii mai mari. Chiar dacă bilanțurile s-au îmbunătățit considerabil și riscurile s-au diminuat, analiza arată că Turcia încă rămâne vulnerabilă, în special având în vedere că dolarizarea rămâne atât de extinsă. Aceasta, la rândul ei, indică necesitatea continuării unei inflații scăzute, care să încurajeze cererea de active denominate în monedă națională și să reducă vulnerabilitățile.

Deficiențele bugetului a constituit, de asemenea, o sursă de instabilitate pentru economia turcă. Din acest motiv, programul de reformă a pus accentul pe eforturile de a asigura sustenabilitatea datoriei și a îmbunătăți structura bugetului. Capitolul V trece în revistă literatura de specialitate referitoare la sustenabilitatea datoriei publice în cazul economiilor de piață emergentă, cum este Turcia, și trage concluzia că estimarea sustenabilității datoriei nu este suficientă. Rata datoriei externe în Turcia este cu mult peste nivelurile considerate a fi sigure pentru piețele emergente, în timp ce nivelul înalt al datoriei publice provoacă îngrijorări cu privire la dominanța fiscală, care ar putea submina eficiența politicii monetare în reducerea inflației. Aceste considerente sugerează importanța impunerii ca obiectiv a reducerii datoriei publice. Realizarea acestei reduceri va necesita mulți ani. Între timp, gestionarea eficientă a datoriei este esențială în reînnoirea (*safely rolled over*) cu risc minim a datoriei și pentru ca structura acesteia să fie mai rezistentă la șocuri. Capitolul VI analizează strategia autorităților privind gestionarea datoriei și cuantifică succesul acestora în emiterea de titluri de valori care să satisfacă în mai mare măsură cerințele investitorilor.

Îmbunătățirea situației bugetare depinde de reducerea datoriei publice, iar ajustarea fiscală și excedentele primare susținute sunt esențiale în realizarea acestui obiectiv. Capitolul VII estimează factorii care determină excedentele primare pe plan internațional și constată că ajustarea fiscală aplicată începând cu anul 2000 a fost impresionantă și marchează o ruptură cu trecutul. Există însă riscul nesustenabilității și ca excedentul primar al Turciei să revină la nivelurile mai scăzute previzionate pe baza analizei pe plan internațional. Pentru a evita acest lucru, vor fi necesare reforme structurale fiscale pentru a susține această ajustare. Capitolul VIII completează analiza, urmărind mai detaliat evoluția ajustării fiscale în Turcia. Se constată că începând cu anul 2000 ajustarea s-a bazat în cea mai mare parte pe majorarea impozitelor. Cheltuielile

pentru investiții au fost scăzute, dar reducerile au fost compensate prin cheltuieli curente crescute. Având în vedere experiența altor țări, o astfel de ajustare poate fi greu de susținut. Un guvern mai puternic și mai disciplinat, împreună cu eforturile de a elimina operațiunile cvasifiscale în întreprinderi de stat și cheltuielile din fonduri extrabugetare ar fi utile, însă redirectionarea ajustării în sensul reducerii cheltuielilor curente și renunțarea la bazarea pe creșteri temporare ale impozitelor ar facilita sustenabilitatea actualei ajustări fiscale.

Reforma sectorului financiar s-a aflat în centrul programului de reforme. Această reformă a fost hotărâtoare, atât pentru a preveni orice reapariție a deficiențelor care au generat criza din 2000-2001 și au mărit povara datoriei publice, cât și pentru stimularea creditării și a revigorării economiei reale. După descrierea izbucnirii crizei bancare și a măsurilor luate de autorități pentru a o limita, Capitolul IX explică reformele care au fost aplicate, inclusiv restructurarea băncilor de stat și recapitalizarea băncilor private. Această strategie a reușit în mare măsură să întărească sistemul bancar și să mențină încrederea deponenților. Chiar și așa, atât valorificarea activelor, cât și lichidarea băncilor falimentare s-au desfășurat încet, ceea ce a mărit costurile crizei. Sunt necesare în continuare reforme pentru a mări eficiența supravegherii bancare și a valorificării activelor.

Capitolul X evaluează evoluțiile pieței forței de muncă și în mod deosebit ale ratei scăzute a ocupării forței de muncă din Turcia, creșterea șomajului și rata scăzută a participării forței de muncă (*labor force participation rate*), în special a femeilor.

Analiza efectuată în studiul de față sugerează mai multe elemente ale unei agende de reformă anticipativă care să sprijine rezultatele economice îmbunătățite ale Turciei și să rezolve problema vulnerabilităților care mai există:

- **Excedentul primar.** Excedentele primare susținute au fost în mod clar factorul principal al succesului politicilor economice din ultimii ani. Aceste surplusuri susținute vor sprijini creșterea economică mai accelerată și eforturile de dezinflație. Astfel, se va reduce povara datoriei publice a Turciei la niveluri mai sigure și se va limita deficitul de cont curent. În ceea ce privește sectorul financiar, trecerea la utilizarea de instrumente pe termen mediu în monedă națională va fi utilă în reducerea vulnerabilităților bugetului.
- **Reforme structurale în domeniul fiscal.** Aceste reforme ar trebui să includă controlul cheltuielilor, de exemplu prin reforma cuprinzătoare a sistemului de protecție socială și a administrației publice. Îmbunătățirea administrației fiscale și modernizarea sistemului fiscal sunt necesare pentru a soluționa problema evaziunii fiscale și pentru a lărgi baza de impozitare.
- **Politica monetară.** Rezultatul impresionant al băncii centrale a Turciei în procesul de dezinflație a fost una dintre principalele realizări ale Turciei din ultimii ani. Continuarea procesului de dezinflație ar crea baza pentru o creștere

economică susținută în timp și ar reduce gradul de dolarizare, una dintre principalele îngrijorări legate de bilanț. În plus față de consolidarea fiscală susținută, credibilitatea ca atare a băncii centrale este esențială. Recenta măsură a băncii centrale de a trece la țintirea oficială a inflației poate fi utilă, însă păstrarea independenței este de maximă importanță. De partea externă, banca centrală a anunțat o țintă ambițioasă pentru acumularea de rezerve, care să contribuie la rezolvarea problemei vulnerabilităților legate de balanța de plăți.

- **Reforma sistemului bancar.** În pofida unor realizări importante, mai sunt necesare reforme în sectorul bancar, cum ar fi: apropierea de standardele UE a cadrul legal și de supraveghere, valorificarea accelerată a activelor, restructurarea în continuare a băncilor de stat în vederea pregătirii pentru o eventuală privatizare. Elaborarea unei noi legi bancare este încurajatoare în această privință. Politica fiscală ar putea contribui la reducerea în continuare a taxelor de intermediere, care sunt încă la un nivel înalt în comparație cu standardele internaționale.
- **Mediul de afaceri.** Pentru a îmbunătăți mediul de afaceri și a reduce șomajul, trebuie diminuată în continuare birocrăția, accelerată privatizarea și micșorate costurile mari legate de respectarea legislației în domeniul protecției angajaților.

Îndeplinirea acestei agende de reforme ar putea oferi un sprijin pe calea tranziției Turciei de la soluționarea crizei la aderarea la UE. Decizia Consiliului European de a începe negocierile de aderare cu Turcia a fost în multe privințe o recunoaștere a progreselor înregistrate de această țară nu numai pe plan politic, ci și economic. Studiul de față identifică cel puțin unele dintre reformele necesare pentru ca Turcia să-și poată realiza aspirațiile unei convergențe economice cu UE. Aplicarea în continuare a unor politici macroeconomice sănătoase și ducerea mai departe a reformelor structurale sunt în ultimă instanță sigura cale de a asigura ocuparea forței de muncă și a îmbunătăți standardul de viață al populației tinere și în creștere a Turciei.

* * *

R. Blavy – *Monitoring and Commitment in Bank Lending Behavior – IMF, Working Paper nr. 222, noiembrie 2005*

Această lucrare propune o argumentare teoretică a naturii creditului bancar, bazându-se pe ideea conform căreia băncile pot soluționa asimetriile informaționale în relația cu debitorii, prin intermediul asumării de angajamente și al procesului de monitorizare. Prin alăturarea teoriilor referitoare la angajamentele de credit și a celor privind restricționarea creditului, prezenta lucrare relevă faptul că, în cadrul informațiilor asimetrice existente între creditori și debitori și în condițiile finalizării costisitoare a contractelor de credit, angajamentul poate explica acumularea creditelor neperformante de către bănci. Astfel, apar două rezultate suplimentare: (i) băncile favorizează debitorii cu funcții generale de producție și un istoric al creditului pe termen lung; și

(ii) ecarturile ratei dobânzii pot fi accentuate în cazul în care dificultățile de pe această piață predomină.

Unul dintre punctele de interes ale literaturii diversificate referitoare la credit și la comportamentul băncilor este reprezentat de intermedierea financiară, considerată o explicație majoră pentru existența băncilor. Această lucrare susține ideea conform căreia procesul de monitorizare efectuat de bănci poate determina caracteristicile comportamentului de creditare al băncilor, în special în economiile unde informațiile despre debitori sunt insuficiente, iar costurile legate de renunțarea la o relație de creditare sunt ridicate. Acumularea creditelor neperformante în bilanțurile băncilor se constituie într-un rezultat plauzibil al nivelului ridicat al acestor costuri. Două caracteristici suplimentare sunt evidențiate în acest cadru, ambele fiind rezultate acceptate în literatura de specialitate referitoare la creditul bancar. Prima constă în faptul că băncile preferă să finanțeze companiile din sectorul formal cu care au relații de durată, iar cea de-a doua se referă la posibilitatea accentuării ecartului dintre rata dobânzii active și rata dobânzii pasive.

Aceste caracteristici rezultă din argumentarea teoretică având la bază ideea conform căreia băncile se confruntă cu o serie de probleme de ordin informațional prin intermediul relațiilor pe termen lung cu debitorii și al angajamentelor. Transpusă în cadrul informațiilor asimetrice dintre creditori și debitori, această lucrare relevă, în condiții plauzibile, faptul că monitorizarea debitorilor de către bănci crește eficiența pieței de credit prin reducerea ratei dobânzii aplicate celor care contractează împrumuturi și/sau creșterea profitului estimat al băncilor și prin creșterea potențială a nivelului creditului în economie. În cadrul modelului, se presupune că băncile primesc, la fiecare perioadă interimară, un semnal informal din partea debitorilor, care reduce asimetriile informaționale și permite creșterea profitului prevăzut al băncii. Totuși, asumarea de angajamente față de debitori cu restanțe, care este necesară pentru furnizarea parțială de informații în fiecare perioadă interimară, se dovedește a fi un proces costisitor care diminuează câștigurile aferente procesului de monitorizare. Prin urmare, există posibilitatea ca băncile să opteze pentru terminarea contractului de creditare în cazul în care costurile aferente angajamentului de credit sunt mai mari decât costurile de finalizare a contractului.

Subiectul referitor la angajamente este abordat dintr-o perspectivă diferită de cele aparținând modelelor anterioare, preocupate de analiza motivelor care provocau apariția angajamentelor de creditare pentru perioade diferite de timp, atât din punctul de vedere al debitorilor, cât și din cel al creditorilor. Aceste modele au accentuat rolul dificultăților de pe piață în apariția angajamentelor de creditare, în special costurile tranzacțiilor, asimetria informațiilor și dominanța pieței. În contextul în care băncile suportă costurile aferente încheierii contractului în momentul lichidării unui credit, acestea sunt implicit angajate față de unii dintre debitori, chiar și atunci când nu se estimează obținerea de profit din partea acestor debitori. Prezența angajamentului și a costurilor aferente finalizării contractului este importantă pentru argumentele expuse de această lucrare.

Costurile aferente angajamentului corespund diminuării profitului prevăzut al băncii, din cauza asumării de către aceasta a angajamentelor față de debitorii cu restanțe. Cu alte cuvinte, aceste costuri reprezintă investiția făcută de bancă în procesul de obținere de informații. Astfel, se presupune că acele costuri aferente finalizării contractului sunt legate de o serie de dificultăți în funcționarea instituției bancare. Gama acestor dificultăți este variată, începând cu rigiditățile de natură instituțională și administrativă, problemele legate de comisioane (cu precădere conflicte de interese între comisionarul care contractează creditul și conducerea băncii), și terminând cu deficiențele sistemelor judiciare.

Principalele rezultate sunt următoarele:

- Pentru fiecare perioadă, monitorizarea semnalelor informaționale de către bănci le permite acestora împărțirea debitorilor pe categorii – debitori fără restanțe și debitori cu restanțe – de la care băncile estimează obținerea de profit: pozitiv din partea primei categorii și negativ din partea celei de-a doua.
- Angajamentele față de debitorii cu restanțe, prin reducerea profitului prevăzut al băncii, limitează capacitatea băncii de a reduce ratele dobânzii aplicabile debitorilor fără restanțe, motivând-o astfel ca să transmită aceste costuri deponenților, prin aplicarea unor rate mai scăzute ale dobânzii la depozite.
- Posibilitatea ca banca să stabilească un istoric al creditului referitor la debitori aduce acestui model o caracteristică suplimentară a creditului bancar: aceea că procesul de interpretare a informațiilor este în general retrospectiv.

Cealaltă parte a lucrării este organizată în patru secțiuni. Secțiunea a doua analizează concepte și definiții prin prisma literaturii existente. Secțiunea a treia prezintă cadrul modelului, iar secțiunea a patra dezvoltă un model de monitorizare și angajare în comportamentul de creditare al băncilor în lipsa unui istoric al creditului, care este extins în secțiunea a cincea pentru a permite realizarea unui astfel de istoric. Secțiunea a șasea prezintă sumarul și concluziile acestei lucrări.