



Decizia de politică monetară – între teorie și intuiție

Napoleon POP
Banca Națională a României

Abstract

The monetary policy decision, as any other decision, is the product of a procedure assembling a lot of primary information, but also what type of other ingredients contribute finally to a certain monetary policy decision. These ingredients refer sometimes to some imponderables factors, belonging mainly to the decision making people, individually, and steaming out from their professional education, practical experience, professional passion, dedication, own perception of the economic realities. Thus, monetary policy decision-making process and the decision itself appear to be a happy mixture between art and science, between theory and intuition.

Keywords: *decision, monetary policy, central bank, banking system, inflation, interest rate, efficiency, communication, intuition.*

JEL classification: E31, E52, E58, D81, D83.

Am apreciat și apreciez interesul tot mai larg în rândul populației, privită în cele mai diverse ipostaze – consumatori, investitori, producători – pentru deciziile băncii centrale. În ceea ce-i privește pe specialiștii și practicienii de pe piața financiară a României, sunt de admirat vocalitatea acestora, opinia care trebuie auzită și evoluția în complexitatea analizelor și evaluărilor făcute și puse la dispoziția publicului larg – cunoscători și necunoscători.

La toate acestea trebuie adăugate anticipațiile de orice fel privind evoluțiile în piața monetară locală, ca efect fie al deciziilor de politică monetară ale Băncii Naționale a României (BNR), fie al anvergurii influenței presupuse a acestora în piață, determinată de mărimea cantitativă atribuită instrumentelor de politică monetară, trecute și viitoare.

Nu cred, însă, că cineva se va supăra, indiferent de pe ce parte a baricadei va privi această reflecție, care nu este numai

personală, dacă aş afirma că există o mică – mare diferenţă între cei care fac analize din afara şi din interiorul băncii centrale. Iar mica – mare diferenţă rezultă din cel puţin două considerente majore: primul, *interesul diferit* al unora şi al altora, inclusiv prin prisma responsabilităţii instituţionale pe care o au (publică sau privată); al doilea, cel al *palierelor diferite de decizie* în ceea ce se numeşte “un sistem bancar” aşezat pe două niveluri: banca centrală şi restul instituţiilor financiare.

Între cele două considerente există şi o intercorelaţie care nu poate fi omisă, întrucât vorbim de “o rostogolire” de responsabilităţi diferite pe cele două paliere şi un efect de “oglindă” a aceloraşi responsabilităţi, ambele aspecte ascunzând, în fapt, divergenţa generică de interese explicite şi implicite dintre cele două niveluri ale unui sistem bancar. Aceasta este şi cauza majoră de ce intercorelaţia menţionată naşte întrebări la care răspunsurile pot fi interesate, ambigue, confuze şi uneori chiar evitate. Cunoaşterii, toţi, aflaţi în aceeaşi preocupare pentru binele lor – un bine mereu diferit de al altora –, ştiu de ce, iar acest lucru nu trebuie condamnat atât timp cât oportunităţile sau riscurile pieţei financiare există tocmai pentru a fi valorificate, respectiv gestionate.

Aş vrea să abordez tema din titlu prin prisma propriei experienţe profesionale pe care viaţa sau întâmplarea mi-au împărţit-o în două etape. O primă parte, aşezată în timp cu două-trei decenii în urmă, dedicată mai mult cunoaşterii teoriei (când nici nu putea fi vorba de practică decât în anumite limite) şi o a doua parte, aproape de alte două decenii, dedicată practicii, ceea ce m-a onorat ca o recunoaştere a primei.

Numai şi din această perspectivă, a

trecerii anilor, îmi permit să apreciez, fără nici o intenţie de a aduce prejudicii cuiva, că este – poate – mai uşor să faci analize şi evaluări privind evoluţia pieţei monetare, în toate aspectele ei, doar de dragul de a te manifesta ca cercetător şi (că este) mult mai greu – în mod sigur – să iei o decizie de politică monetară, asumată sub umbrela unei responsabilităţi instituţionale.

În principiu, aceasta este una dintre faţetele micii-mari diferenţe la care făceam referire cu câteva rânduri mai sus. Ea ne duce în mod necesar în *planul procedurilor* şi, de ce nu, în cel al *tehnologiei* propriu-zise a deciziei de politică monetară, un lucru care poate părea şi fascinant şi emblematic. Sub imperiul acestei percepţii, al părţilor fascinante şi emblematice ale deciziei de politică monetară, îmi doresc să explic cu voce tare mecanismul ei de elaborare, iar această încercare trebuie privită mai mult ca o opinie personală şi nu ca un manual. De asemenea, această opinie personală priveşte politica monetară a României, în contextul realităţilor interne şi externe privite ca provocări ale acesteia.

Demersul trebuie început cu (i) *rolul politicii monetare* în contextul politicii economice generale şi (ii) *modelul de decizie* în această zonă considerată sensibilă, aspecte care au constituit mereu obiect de dezbateră ştiinţifică şi de teoretizare.

Primul aspect, cel al rolului politicii monetare, trebuie tratat prin cele două aşteptări semnificative: cel al *modului* de a asigura şi menţine o creştere economică sustenabilă, implicând o bună angajare a forţei de muncă (*output and employment*) şi cel al *obiectivului prioritar*, respectiv asigurarea echilibrului general al preţurilor într-o economie, înţeles şi definit mai nou ca *stabilitate a preţurilor*.

Al doilea aspect, cel al modelului de decizie, privește independența băncii centrale, devenită de o importanță capitală în raport cu obiectivitatea care trebuie conferită deciziei de politică monetară, în sensul atingerii obiectivului prioritar stabilit prin lege.

Această sumară detaliere a rolului și caracterului independent al politicii monetare atrage atenția asupra preocupării de bază a tuturor celor care au abordat teoretic și practic politica monetară, respectiv *eficiența deciziei* în domeniu. Prin prisma necesității acesteia în manifestarea rolului așteptat al politicii monetare pe termen scurt, mediu și lung trebuie să privim nu numai abordarea și strategia stabilității prețurilor, ci și “tehnologia” deciziei de politică monetară. Această tehnologie trebuie dedicată în întregime eficienței deciziei de politică monetară, acuratețea acesteia, reflectată de proceduri bine puse la punct, servind scopului propus.

Experiența și tradiția băncilor centrale, confruntate cu obiectivul stăvilirii inflației sau cu cel al dezinflației, ne relevă însă faptul emblematic că, oricât se va înainta în cunoașterea și stăpânirea fenomenului stabilității prețurilor, rămâne mereu ceva necunoscut, imponderabil. Poate tocmai din această cauză în ceea ce numim *cadrul și conduita* politicii monetare vom distinge atât elemente care se vor apropia tot mai mult de precizie, cât și elemente a căror sesizare, ca existență și manifestare, ca sens de evoluție și tărie de influență, au nevoie de intuiție, fler, artă sau de experiența imponderabilului, toate bazate pe foarte multă practică și/sau curaj în interpretarea teoriei în raport cu noile realități.

1. Unele constrângeri ale construcției deciziei

Fiind expusă teza generală că elaborarea unei decizii de politică monetară incumbă un proces complex, care se înscrie între știință și un anumit har, încercăm o sistematizare a “tehnologiei” deciziei prin inventarierea factorilor contributivi la ea:

a) obiectivul prioritar al băncii centrale

Există un consens tot mai larg în ceea ce privește obiectivul prioritar al unei bănci centrale, respectiv asigurarea stabilității prețurilor, ca cel mai adecvat mediu prin care politica monetară poate contribui – în mod indirect – la o creștere economică sănătoasă.

Prin sintagma creștere economică sănătoasă trebuie să înțelegem, cel puțin, trei caracteristici: (i) să fie *sustenabilă*, în sensul autoregenerării ei, fără să producă dezechilibre majore interne și externe; (ii) să fie *creatoare de locuri de muncă*, astfel încât variațiile dintre cererea internă susținută de creșterea absolută/specifică a veniturilor și oferta internă în dezvoltare de bunuri și servicii să păstreze echilibrul general al prețurilor; (iii) să fie *neinflaționistă*, respectiv creșterea economică să fie adusă la acel potențial al producției de bunuri și servicii care nu atrage după sine excese de natură să stimuleze inflația peste nivelul dat de definiția cantitativă a stabilității prețurilor.

b) eficiența politicii monetare

Așa cum am mai precizat, preocuparea fundamentală atât a teoreticienilor, cât și a practicienilor în materie de politică monetară a fost circumscrisă eficienței acesteia, privită din toate unghiurile posibile: (i) al *rolului* pe termen lung al politicii monetare, în contextul asigurării unei

creșteri economice și a unei angajări a forței de muncă fluide, lipsită de șocuri; (ii) *al stabilității prețurilor* pe termen lung și chiar mediu, pentru o bună capacitate de absorbție a eventualelor șocuri asimetrice și pentru eliminarea volatilității piețelor; (iii) *al stăvilirii presiunilor inflaționiste* pe termen scurt, pentru ancorarea imediată a așteptărilor operatorilor economici privind sensul evoluției prețurilor; (iv) *al corelării* politicii monetare cu celelalte politici economice, care să mențină în frâu eventualele procese de exacerbare a unor excese cauzatoare de dezechilibre interne (cerere-ofertă), sau externe (deficit comercial și de cont curent); (v) *al accentului* pus în cadrul conduitei politicii monetare pe aspectele monetare, ale cursului de schimb sau chiar ale inflației ca atare; (vi) *al mediului* de transmitere a impulsului politicii monetare, care nu exclude influența factorilor externi în contextul liberalizării contului de capital, al convertibilității totale a monedei naționale și al integrării/globalizării financiare; (vii) *al instrumentelor* care definesc cadrul operațional al politicii monetare și care se supun unei discipline, oarecum standardizate internațional; (viii) *al contribuției* politicii monetare la stabilitatea financiară, atât ca obiectiv general cât și ca instrument tactic pentru funcționarea eficientă a controlului ratei dobânzii și creditului.

c) *strategia de politică monetară*

Teoria economică și necesitățile practice ale ultimelor 3-4 decenii – în care trebuie să includem expansiunea fenomenului de integrare și globalizare financiară – au dus la formularea a trei strategii standard de politică monetară.

Cele trei strategii standard sunt recunoscute, în special prin succesul de a pu-

tea oferi așa-numitele *ancore nominale* considerate benefice pentru stabilizarea unui mediu economic mult prea aleatoriu. Oferind astfel de ancore nominale, strategiile și-au propus să “*țințească*” – termen deja devenit consacrat – fie agregatele monetare, fie cursul de schimb, fie însăși inflația.

Au fost sugerate și strategii alternative, care, prin inoperabilitate, au rămas numai pe hârtie, perspectiva lipsei de eficiență în practică a acestora, în primul rând, reducându-le la un simplu exercițiu teoretic (ex: strategia de țintire a veniturilor nominale a lui Frankel, propusă în 1995 și considerată benefică economiilor emergente semideschise).

d) *gradul de deschidere a economiei*

Există o gamă relativ largă de indicatori care să caracterizeze gradul de deschidere a unei economii. Din perspectiva deciziei de politică monetară, acest grad este privit, în primul rând, prin liberalizarea totală a fluxurilor de capital cu cele două dimensiuni tehnice: liberalizarea contului de capital și convertibilitatea totală, punând pe picior de egalitate drepturile financiare ale nerezidenților pe teritoriul financiar al rezidenților.

Gradul de deschidere a economiei înseamnă nu numai relații comerciale și financiare mai puternice și reciproce între o economie națională și restul economiei mondiale, dar și o poartă de intrare, pe diferite canale, fie a șocurilor externe, fie a intereselor unor investitori financiari față de “oportunitățile” pe care le poate crea o decizie de politică monetară.

e) *independența băncii centrale*

Iată un alt domeniu de consens cât mai larg, prin care independența băncii centrale este privită multidimensional: politi-

că, financiară și personală. Rolul acestei independențe, deși privește în final spre eficiența politicii monetare, incumbă obiectivitatea deciziilor cu responsabilitatea orientării acestora către obiectivul prioritar al băncii centrale, respectiv stabilitatea prețurilor.

Obiectivizarea deciziilor, via independența băncii centrale, se face numai în raport cu toate realitățile economice conexe direct sau indirect, în sfera de competență a băncii centrale, fără însă a aduce prejudicii programului de guvernare considerat ca un extract de voință politică.

Este de subliniat că însuși consensul larg privind obiectivul prioritar al băncii centrale, conexasă cu independența totală a acesteia, se bazează pe considerentul că el – obiectivul – nu poate aduce prejudicii unui program de guvernare al cărui gir politic nu poate face abstracție de stabilitatea macroeconomică, care include stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară.

f) particularități ale economiilor emergente

Au devenit deja de notorietate unele dileme ale politicilor monetare ale țărilor emergente, acestea fiind o reflectare a limitelor de acțiune ale deciziilor de politică monetară în economii de piață imature. La rândul lor, aceste limite reflectă realități și comportamente economice interne atipice, predominanța șocurilor pe partea ofertei, lipsa de adâncime a piețelor financiare, fragilitatea sau neconsolidarea instituțiilor financiare, vulnerabilități la șocuri asimetrice, imperiozitatea convergenței nominale și reale pentru demonstrarea capacității de trecere la moneda unică etc.

Toate aceste particularități, cu anver-

guri diferite de manifestare, prezintă și capcana “contaminărilor” regionale, unele favorabile, altele nu, care, în final, amplifică complexitatea proceselor de decizie de politică monetară, după cum unele decizii vor fi percepute că se abat de la teorie sau de la obiectiv.

Mai trebuie reținut faptul că o anumită similitudine între particularități și vulnerabilități, în cazul economiilor emergente, determină ca *efectele sancționării* acestor vulnerabilități de către deținătorii de resurse financiare, în căutare de randamente de valorificare, să fie resimțite mai puternic și să aibă o persistență mai prelungită.

În fața acestui tablou de variabile, decidenții de politică monetară au un culoar de mișcare relativ îngust, delimitat de strategia de politică monetară adoptată și de cadrul operațional de acțiune a băncii centrale, care definește instrumentele specifice de intervenție. Pe acest culoar are loc o aglomerare de factori de influență, de informații statistice de comensurare a manifestării acestora, dar și de probabilități cu privire la riscurile și incertitudinile identificate.

Cu privire la România, acum stat membru al Uniunii Europene, câmpul deciziilor de politică monetară este delimitat de *statutul* băncii centrale, armonizat la cel al Sistemului Băncilor Centrale Europene (SBCE), cu sublinierea *similitudinii obiectivului* prioritar (stabilitatea prețurilor), *a cadrului operațional* al politicii monetare (însușirea aceluiași “arsenal” de instrumente al Băncii Centrale Europene), *a funcționării independenței și răspunderii* băncii centrale și *a strategiei de țintire a inflației* cu tot ceea ce implică succesul acesteia: pregătirea instituțională; transparența și comunicarea; stabilirea glisantă a țintei; abordarea *forward looking*; efortul de ancorare a așteptărilor inflaționiste;

valorificarea analizei fundamentată pe cei doi piloni, economic și monetar.

Deși aceste delimitări au un conținut concret și în mare măsură trebuie interpretate drept constrângeri (vezi constrângerea obiectivului prioritar, constrângerea convergenței nominale etc.), provocările procesului decizional de politică monetară sunt reprezentate de modelarea intuitivă între tot ceea ce este certitudine și incertitudine, comensurabil și incommensurabil, oportunitate și risc, teoretic și practică, dilemă și paradigmă.

Astfel, în câmpul deciziilor de politică monetară partea fascinantă sau ascunsă (pentru unii) demonstrează nevoia de un talent de a putea conexe și corela între ceea ce este ponderabil și imponderabil. Este preferabil să se tindă spre certitudinea că nimic nu s-a omis în determinarea expresiei cantitative și calitative a deciziei de politică monetară, formulată în termenii seci, de specialitate ai unei bănci centrale.

Într-o astfel de conexare este evident faptul că *se navighează atât cu instrumentul științei economice, cât și cu cel al intuiției*, cu remarcă că nu există un model sau proceduri consacrate pentru o astfel de navigare.

Se pare că specificitatea acestui tip de navigare, pentru conexarea ponderabilului cu imponderabilul în deciziile de politică monetară, este dată de sinergia profesională care se creează între personalitatea fiecărui membru al echipei de decizie cu toți ceilalți, în contextul informațiilor certe și incerte deținute și “prelucrabile”, și intuitiv la momentul deciziei. Poate cea mai bună descriere a acestei percepții o găsim la Alan Blinder, care afirma, în 1998, următoarele: “*Pot depune mărturie că activitatea băncii centrale reprezintă, în practică, în aceeași măsură artă și*

știință. Cu toate acestea, în timp ce practicăm această artă obscură, întotdeauna am observat că știința nu strică deloc” [Blinder, 1998].

2. Practicarea intuiției

Este neîndoielnic faptul că sinergia între știință și artă, între teorie și intuiție a inspirat evoluția spre complexitate a modelelor econometrice care facilitează decizia de politică monetară. Practica însă ne-a demonstrat apariția permanentă de noi cauzistici incommensurabile la momentul identificării lor și ridicând probleme acute de formalizare a luării lor în considerație. Ca urmare, această secvență în procesul deciziei de politică monetară nu este numai emblematică, dar și creativă, măcar *prin minimum de input* care trebuie regăsit inițial în decizie și, ulterior, în procedura de abordare/tratare a “noului incommensurabil”.

În acest fel, susținem și ideea de necesitate permanentă a intuiției în decizia de politică monetară, la considerentul anterior (de apariție permanentă a noi situații care însoțesc în mod obiectiv orice evoluție) adăugându-l și pe cel al evaluării, sub multe aspecte calitative, a impactului expresiei cantitative a unuia sau altuia din instrumentele de politică monetară, element al deciziei. Și în sfera acestui considerent, nu putem omite progresul în modelarea econometrică, dar, din nou, probabilitatea largă de manifestare a riscurilor și incertitudinilor amendează, tot prin intuiție, impactul așteptat.

În contextul strategiei de țintire a inflației, care pune accent pe funcționalitatea canalului dobânzii de politică monetară, se poate aprecia necesitatea relativă a concentrării efortului intuitiv spre alege-

rea “pasului” măsurilor de politică economică, a mesajului asumat de banca centrală către agenții economici și posibilitatea de a-l comunica fără a fi distorsionat. În acest mesaj trebuie regăsită inclusiv “chimia intuitivă” a factorilor imponderabili și a efectelor tuturor factorilor cerți și incerți pe care le implică decizia de politică monetară.

Poate prima preocupare legată de rolul intuiției în decizia de politică monetară este funcționalitatea mecanismului de transmisie a impulsului monetar, respectiv în aprecierea în ce măsură există un traseu fluid de reverberație a deciziei dinspre banca centrală spre obiectivul țintă, ce întârziere în timp are manifestarea efectului acesteia și, nu în ultimul rând, care ar putea fi gradul de diminuare a semnalului dat de la origine la destinație (*pass-through*).

Într-o economie angrenată în integrarea financiară prin liberalizarea contului de capital și convertibilitatea totală, indiferent de faza acestei integrări, se pot constata fenomene de aceeași natură care nu pot intra sub incidența totală a deciziei de politică monetară a băncii centrale. Or, o astfel de situație reală (creditarea în valută, libertatea investitorilor de a-și transfera capitalul sau profiturile, de a-și limita eventualele pierderi etc.), în raport cu eventualele dubii privind funcționalitatea mecanismului de transmisie, pune la încercare experiența practică a decidenților și nevoia acestora de a face apel la intuiție, tocmai pentru a asigura eficiența dorită a deciziei de politică monetară.

Dacă expresia cantitativă a deciziei de politică monetară trebuie să țină cont și de anumite standarde, acceptate din perspectiva percepției corective concrete, în limitele cărora se poate atribui variabilitatea unor instrumente la îndemâna băncii

centrale (“pasul” dobânzii, nivelul RMO, frecvența operațiunilor de piață, metoda sterilizării etc.), ne putem da seama de rolul special al intuiției în atribuirea sau corectarea unei expresii cantitative conferite unui instrument de politică monetară. Această expresie cantitativă finală dată unui instrument de politică monetară este o sumă dintre o parte cuantificabilă și o parte imponderabilă căreia i se atribuie și ei, prin intuiție, o valoare. Ca urmare, observăm că, *în partea de “artă” a deciziei de politică monetară, intuiția activează în următoarele sensuri:*

- identificarea factorilor de influență imponderabilă;
- selectarea, la nevoie, a factorilor de această natură cu relevanță majoră în input-ul deciziei care trebuie luată;
- calificarea efectelor unor riscuri și incertitudini decurgând din factorii de influență imponderabili;
- atribuirea unor valori de input acestor factori;
- evaluarea eficienței probabile a acestor valori de input prin simularea operaționalizării deciziei prin mecanismul (limitele de funcționare) de transmisie;
- evaluarea percepției calibrării intuitive a deciziei finale de politică monetară, în aspectele ei atât cantitative (instrumente), cât și calitative (atitudine, poziționare).

Spiritul intuitiv al decidenților este stimulat în mod frapant chiar de imperfecțiunile modelării econometrice de natură monetară, modelare devenită o obișnuință în cadrul procesului analitic dedicat deciziei. Mai mult, progresele incontestabile făcute în modelarea econometrică se bazează pe capacitatea intuitivă chiar a celor care rulează modelele, prezentând rezultatele de etapă spre confruntare cu intuiția decidenților finali.

Tocmai această confruntare poate avea ca rezultat recalibrarea unor variabile exogene introduse în model. Asistăm, astfel, la încercarea *captării* în decizia de politică monetară a unei intuiții sinergetice, reprezentând, în fazele inițiale ale prefigurării deciziei finale, *“exercițiul de artă” al unei colectivități mai mari, organizată ierarhic și cu atribuții bine definite (task force, comitet, consiliu).*

Iată că descoperim, cu fascinație, că intuiția intervine secvențial în întreg cadrul analitic dedicat configurării deciziei de politică monetară, deci de mai multe ori și nu o singură dată, ceea ce subliniază apelul la artă în știință.

3. Artă alegerii

Analiza evoluțiilor curente, ca parte a cadrului analitic de naștere a deciziei de politică monetară, se fundamentează în prezent pe doi piloni: (i) cel al *analizei economice*, cuprinzând evaluarea determinantilor prețurilor pe termen scurt și mediu, decurgând din economia reală și condițiile ei financiare; (ii) cel al *analizei monetare*, constând în observarea de etapă a legăturii pe termen lung între cantitatea de bani (masa monetară) și nivelul general al prețurilor.

În mod evident, intersectarea concluziilor celor două analize cu rezultatele modelării și toate împreună raportate la matricea instrumentelor de intervenție la dispoziția băncii centrale conduc la variante de decizie, amendabile, la rândul lor, cu probabilitatea manifestării unor riscuri și incertitudini inerente oricărui orizont de perspectivă. Să nu uităm ca țintirea inflației are o abordare de tip *forward-looking*, un pas calitativ înainte de la ceea ce era asimilarea pentru viitor a inflației

inerțiale și ancorarea unor așteptări inflaționiste.

Argumentarea de tip *forward-looking*, oarecum vizionară, are nevoie de credibilitate fundamentată pe o multitudine de factori, unii comensurați și alții captați intuitiv. Credibilitatea argumentării este fundamentul ancorării așteptărilor inflaționiste, iar intuiția este parte a acestui proces. Ca urmare, *arta alegerii variantei presupune ea însăși intuiție în asigurarea credibilității maxime a eficienței deciziei de politică monetară.* Iată un alt exemplu al reiterației multiple a intuiției în tehnologia deciziei de politică monetară, fără ca acest lucru să aibă semnificația obsesi-ei exercițiului în sine.

Teoria ne relevă reacțiile în lanț în modificarea parametrilor unor instrumente de politică monetară, dar este zgârcită în a da soluții la proporțiile în care trebuie acționat, la un moment dat și în anumite condiții relevate de cadrul analitic, asupra acestora. Această dificultate persistă chiar în condițiile respectării regulilor consacrate de gradualitate, de *soft landing*, care vizează evitarea pericolelor de volatilitate excesivă și instabilitate a piețelor financiare, cu consecințe asupra echilibrelor externe.

Descoperim, cu aceeași fascinație, că intuiția în decizia de politică monetară, dincolo de obsesia pentru obiectivul prioritar – stabilitatea prețurilor –, *joacă rol de catalizator între posibile subobiective* a căror considerare este esențială în anumite condiții, tocmai pentru a nu se derapa de la obiectivul prioritar.

Același tip de raționament poate evoca *rolul constructiv* al intuiției în gestionarea criteriilor de convergență pentru aderarea la zona euro, criterii reprezentând constrângeri suplimentare pentru conduita politicii monetare, axate pe o dezinflație

consolidată. Poate intuiția este chiar un *factor de confort* în fața atâtor provocări, dând posibilitatea unui *mix* optim între ceea ce este știință și artă, în elaborarea deciziei de politică monetară. Dar, nu putem omite faptul, mai ales în acest caz, că una din sevele principale ale intuiției este reprezentată de practica extinsă în domeniul analizat, respectiv confruntarea teoriei cu o multitudine de situații concrete.

Gruparea riscurilor și incertitudinilor în grupe de probabilități oferă posibilitatea construirii de scenarii de politică monetară.

4. Pregătirea deciziei de politică monetară

La fel ca în orice acțiune, chiar devenită de rutină din punct de vedere al procedurilor ei de pregătire, lansare și monitorizare, aspectele organizatorice de informare și de desfășurare a reuniunilor responsabile de decizie sunt foarte importante. În raport cu decizia de politică monetară și cu efectele ei așteptate, mai ales din punct de vedere al tăriei impactului ei de acțiune asupra economiei reale, aspectele organizatorice legate, în primul rând, de structurarea și fluxul de informații necesar pregătirii deciziei au nevoie de o acuratețe cât mai ridicată. Ca urmare, metodele de abordare a informațiilor, metodologia de transpunere a datelor primare în indicatori cu relevanță pentru deciziile de acțiune a băncii centrale au urmărit o continuă perfecționare.

Se vorbește, de regulă, că în calibrarea cantitativă a instrumentelor cu care operează o bancă centrală, în special având în vedere nivelul dobânzii de referință, responsabilii de decizie acționează în cadrul

definit de o *strategie* de politică monetară.

România urmează deja, din punct de vedere al întregului proces de pregătire a deciziei de politică monetară, modelul Băncii Centrale Europene (BCE), în virtutea calității ei de Stat Membru al Uniunii Europene și de membru al Uniunii Economice și Monetare cu derogare, respectiv cu perspectiva adoptării monedei unice, obligatorie ca finalitate, dar nu ca termen.

Cu riscul de a ne repeta, putem configura modelul BCE de pregătire a deciziei de politică monetară în următoarea structură:

- strategia politicii monetare;
- cei doi “piloni” ai analizei de specialitate;
- alte analize, fie pe probleme colaterale punctuale, fie pe fenomenologia regională, ambele cu posibil impact asupra orientării deciziei de politică monetară.

Modelul BCE este aplicat “în genere” și în principiile sale fundamentale. Nu așteptările pentru scopul de decizie al BNR rezultă din *strategia de țintire a inflației* (începând cu august 2005), servind scopului obiectivului prioritar similar cu cel al BCE, respectiv stabilitatea prețurilor. Strategia actuală a BNR privește consolidarea unui proces de dezinflație pentru asigurarea sustenabilității aceluși nivel de inflație scăzută, corespunzătoare criteriului de la Maastricht, condiție prealabilă a intrării leului în ERM II (Mecanismul de curs de schimb II).

Analiza de tip “2 piloni” este asimilată atât în principii, cât și metodologic, recomandările decurgând din aceasta fiind distribuite pe direcțiile specifice de acțiune ale cadrului operațional al politicii monetare, complet armonizat cu cel al BCE, așa cum am mai menționat. În context, revenim și cu explicarea conținutului

celor două analize, generic orientate și spre identificarea în timp util a riscurilor care pot afecta stabilitatea prețurilor.

Analiza economică își propune să identifice riscurile pe termen scurt și mediu la adresa stabilității prețurilor, respectiv la adresa procesului de dezinflație, în timp ce analiza monetară are rolul să evalueze trendul inflației pe termen mediu și lung. Conectarea rezultatelor celor două analize se dorește în ideea de a decela modul și gradul în care *persistența fenomenologică*, indiferent de mărimea ei, indicată de unele din rezultate, se reflectă sau este preluată de celelalte, pentru a confirma un trend asupra căruia ar trebui acționat – stimulat, menținut sau inhibat.

Prin aceste două analize, diferite în natura lor, dar practic privind spre același obiectiv – dezinflație spre stabilitatea prețurilor – se încearcă și o bună demarcare între explicațiile alternative promovate de școlile tradiționale în legătură cu procesul inflaționist, dar fără a fi puse în mod necesar în contradicție. Acomodarea acestor alternative trebuie subordonată unui scop practic, extrem de important, respectiv *conferirea unei robusteți și credibilități politicii monetare*, cu evitarea, pe cât posibil, a erorilor majore. Astfel, analizei monetare îi revine rolul de verificare, din perspectiva pe termen mediu și lung, a semnalelor sugerate de analiza economică privind evoluția probabilă a inflației pe termen scurt și mediu.

Este de presupus că, la nivelul prezent al evoluției statisticii economice, analiza economică și monetară se bazează atât pe un număr mare de indicatori cu relevanță, raportați cu regularitate, cât și pe modelarea econometrică.

Procedura *analizei așezate pe doi piloni* – economic și monetar – trebuie

combinată cu *fluxul* sistematic al rezultatelor acestora către responsabilii de decizie, *punctat* de reuniuni de etapă care “clădesc” treptat sensul calitativ și cantitativ al deciziei de politică monetară pentru momentul comunicării și aplicării.

Exactitatea calendaristică și obiectivitatea procedurilor de pregătire, pe dimensiunea fluxului sistematic de informații primare sau prelucrate prin analize, este dublată de exercițiul permanent al intuiției. Însăși distincția dintre analiza economică și monetară, care implică niveluri înalte de specializare a echipelor de sprijin, are nevoie de o reconciliere a concluziilor independent formulate, dar interdependente din punct de vedere al fenomenologiei analizate. Verificarea lor logică, încrucișată și cantitativă, invită la judecăți de valoare în care intuiția, fie bazată pe experiența profesională, fie inspirată de o înclinație spre ezoterism economic, are un rol deosebit.

Deși există deja posibilități de modelare a efectelor configurării cantitative a instrumentelor de politică monetară, nu trebuie să uităm că matematica nu poate capta cu acuratețe comportamentele subiective ale actorilor pieței (caracterizate prin imprevizibilitate și voluntarism) sau, că de regulă, rezultatele modelării presupun un *mediu de transmisie* a impulsului monetar definit, fie perfect, fie cu probabilitate de a fi perfect, caracteristici care se pot dovedi a fi eronate.

Dacă luăm, ca exemplu, faptul că în cadrul multor bănci centrale s-a formulat, funcție de circumstanțe, o procedură de modificare a ratei dobânzii de politică monetară, cu observația că predominanța utilizării acestui instrument poate servi unor obiective diferite (vezi FED comparativ cu BCE), această procedură nu poate fi considerată ca o regulă care ne poate duce în

mod automat spre optim sau eficiență. Or, dialogul generat de intuiția profesională, la nivelul celor două analize și în diferite etape de elaborare a acestora, are tocmai rolul să acomodeze rezultatele lor cu riscurile și incertitudinile identificabile.

Riscurile și incertitudinile mereu prezente urmează, de regulă, un principiu relativ simplu: cu cât reușim să configurăm mai multe exactități, suntem capabili să identificăm chiar mai multe incertitudini, iar acestea comportă în mod implicit riscuri diferite ca natură și anvergură. Incertitudinile se pot referi la datele utilizate, la rezultatele modelării sau la șocurile posibil să lovească în economie.

Să nu uităm că decizia de politică monetară se pregătește și se ia pe fondul observării mediului specific în permanentă schimbare. Chiar dacă parametrii în modificare nu afectează imediat, să presupunem, tendințe recente favorabile, acumularea schimbărilor, fără a le recalibra efectele, poate induce schimbări abrupte și neașteptate în respectivele tendințe. A fi “cu ochii pe fenomenologia” inflației înseamnă mult mai mult decât a citi cifre și a fi capabil să evaluezi sensul matematic al evoluției configurat de ele.

Ca urmare, chiar și formularea unei reguli de practică monetară cu privire, de exemplu, la pașii de modificare, într-un sens sau altul, a dobânzii de politică monetară este mai utilă *ex-post* decât *ex-ante*, pentru că *ex-post*, de regulă, nu ne mai confruntăm cu incertitudini. Regulile rigide, odată asimilate de public, fac mai dificilă comunicarea deciziei de politică monetară, mai ales când evoluțiile economice de ansamblu, sub influența șocurilor venite în special pe partea ofertei, atrag după ele deviații majore de la reguli. Un exemplu de această speță poate fi reprezentat de modalitatea explicării

derapajului inflației de la țintă dincolo de banda admisă, dar, în aceeași speță intră și explicația obstinației cu care banca centrală, în înțelepciunea sa, nu modifică ținta de inflație.

Una dintre cele mai importante etape ale pregătirii deciziei de politică monetară, teren fertil al confruntării dintre teorie (profesiunea ca știință) și intuiție (artă a profesiunii), este deliberarea pe proiecțiile care fundamentează *forward-looking* decizia de politică monetară.

Conform modelului european, proiecțiile presupun utilizarea a trei instrumente: i) *modelarea macroeconomică*; ii) *economic expert judgment și alte modele*; (iii) *instrumente consistente* de captare a incertitudinilor și de aducere la zi a datelor.

Vom observa că nevoia de intuiție se manifestă practic în toate cele trei categorii de instrumente. Astfel, se afirmă, în general, că etapa proiecțiilor are nevoie de presupuneri. Ele sunt necesare atât pentru baza de pornire a etapei proiecțiilor, cât și în dificila operațiune de calibrare a modelelor macroeconomice. Intuiția intervine și în instrumentul economic *expert judgement* în sensul de ajustări la realități imperceptibile care pot induce deviații de la ipotezele inițiale. În ceea ce privește “instrumentele consistente” pentru introducerea în judecățile de valoare a incertitudinilor, credem că rolul intuiției este incontestabil. El trebuie să fie un apanaj al tuturor participanților la pregătirea și configurarea deciziei finale, ultima echipă responsabilă (la nivel de consiliul de administrație) de decizia de politică monetară a băncii centrale putând revizui cifre și în momentul ultimei deliberări, tocmai pentru ca decizia să fie consistentă cu sau să elimine ultimele posibile inconsistențe cu realitățile previzibile.

5. Câmpul de acțiune a intuiției în decizia de politică monetară

Principial, intuiția în decizia de politică monetară are un dublu rol. Cel al protejării obiectivului prioritar al băncii centrale și cel al operaționalizării funcției atribuite politicii monetare. Ca urmare, *intuiția decidenților vine să completeze segmentul profesional al responsabilității lor instituționale cu inefabilul* într-o manieră care, în final, oferă acelorași decidenți sentimentul instrumentării politicii băncii centrale cât mai aproape de un optim posibil al obiectivului său prioritar.

Pornind de la această reprezentare și reamintind că exercițiul intuiției este reiterat în mai toate etapele și pe palierele de analiză și construcție a deciziei, să încercăm *explicarea tehnică a folosirii intuiției*. Am precizat anterior că atât lucrurile exacte ale cunoașterii, cât și conștientizarea riscurilor și incertitudinilor stimulează apelul la intuiție, în sensul unei anumite convingeri personale care adaugă robustețe gândirii formalizate, bazată pe cunoștințele teoretice și pe date. Intuiția, de regulă, ajută la cântărirea viitorului sau a perspectivei, construibile din puține elemente de certitudine și o varietate de riscuri și incertitudini. Acestea din urmă pot, uneori, să dea peste cap și puținele certitudini (ale trecutului), de aceea “chimia” lor în raport cu obiectivul politicii monetare are nevoie de intuiția “constrânsă” a decidenților.

Prin această exprimare vrem să sugerăm ideea că însuși exercițiul intuiției este direcționat, orientat scopului, harul sau talentul decidentului – dincolo de pura profesiune – urmând să fie trecute printr-o anumită filieră, definind câmpul real de acțiune al intuiției ca instrument ajutător, de acompaniere în construcția deciziei de

politică monetară.

Teoria a rezolvat *cum* acționează principial instrumentele de politică monetară asupra economiei reale, dar este departe în a fi suficient de cuprinzătoare ca să poată să răspundă la întrebarea *cu cât*? O parte din temerile și dubiile ridicate de această întrebare au fost relativ clarificate prin studii empirice, dar rezultatele lor trebuie raportate la un interval de manifestare consemnat statistic și nu pot fi considerate rețete infailibile, întrucât organismul economic național și interacțiunea cu cel global sunt într-o continuă dinamică evolutivă, în condiții mai puțin repetitive și mai mult aleatoare. Iată de ce, chiar intuiția în decizia de politică monetară este departe de a beneficia în mod absolut de privilegiul *deja vu*, lucru care o încarcă cu responsabilitatea gestionării noului mai puțin cunoscut.

Evoluția sistemului financiar din ultimii 50 de ani a adus noutăți impresionante în instrumente, operațiuni, funcționalitate și management, prin care apetitul pentru risc să poată fi controlat. Și totuși, ultima invenție a derivativelor financiare – SPV (*special purpose vehicles*) – și-a arătat și fața hidoasă în recenta criză a creditelor ipotecare cu risc ridicat, în chiar era de vârf a IT.

Prin acest exemplu încercăm să sugerăm complexitatea dinamicii evolutive a economicului, în care noul perfecționat induce, chiar și în mod voluntar, uneori riscuri și incertitudini, iar temerile și dubiile imponderabile ridicate de acestea nu pot fi “șlefuite” cât mai aproape de substanța lor palpabilă fără exercițiul intuiției. La întrebarea *cu cât*, știind *cum* se întâmplă, se încearcă să răspundă prin a ghici intuitiv, ținând cont de constrângerile domeniului.

Concentrându-ne, de exemplu, asupra

nivelului dobânzii de referință, ca instrument principal de politică monetară, acesta – nivelul – poate rezulta dintr-un model econometric. Făcând abstracție de variabilele exogene legate de perspectivă – ele fiind obiect al calibrării intuitive –, o simplă modificare a dobânzii, în chiar certitudinea corectitudinii sensului acestei modificări pentru a servi scopul final, poate să ridice probleme.

Din punct de vedere al obiectivelor de inflație pe termen mediu, evoluțiile macroeconomice “oferă” probabilități legate, mai ales, de perspectiva *gap* – ului de PIB, respectiv de excesul/deficitul de cerere și de eventualitatea unor efecte inflaționiste induse de un posibil șoc pe partea ofertei.

Însăși constatarea existenței unui exces de cerere ne îndreaptă atenția către *factorii care îl susțin* (accelerarea creșterii economice peste așteptări, cu identificarea motoarelor sectoriale, alimentarea cererii cu venituri din categoria salariilor, pensiilor sau cheltuielilor bugetare, intrări de investiții etc.), îl *reflectă* (dinamica cifrei de afaceri în comerț și servicii, dinamica producției industriale, a lucrărilor în construcții etc.), *din care derivă presiuni inflaționiste* (evoluția *gap*-ului PIB, efectul net al modificării cursului de schimb asupra cererii agregate, volatilitatea în dinamica cumpărării de bunuri și servicii, etc.) sau *care ar putea să-i înfrâneze creșterea* (efectul de avuție și bilanț al deprecierei monedei asupra consumului populației, moderarea consumului în fața unor facturi la utilități mai costisitoare sau mărfuri de import mai scumpe, pierderea de viteză în dinamica remiterilor din afară, intrării de capitaluri, reducerea creditării).

Pe partea ofertei se pot identifica factori care pot exercita un efect inflaționist,

din care menționăm costul inputurilor reprezentate de materiile prime (din oferta națională și /sau din importuri) și forța de muncă, mișcarea cursului, trendul de bază al prețurilor cu ridicata, ajustarea prețurilor administrate și impactul acestora la nivelul producției de bunuri și servicii, impozitarea directă.

În cadrul ofertei interesează și “rostopolirea” factorilor menționați în prețurile de consum, la nivelul cărora se măsoară inflația. Vorbim de un termen consacrat acestui tip de transfer – *pass-through* –, observând impactul salariilor, cursului de schimb, prețurilor libere și administrate asupra prețurilor de consum, coroborat cu ajustări în componente ale impozitelor indirecte, cu productivitatea muncii și efectul Balassa-Samuelson.

În multe cazuri, ne putem confrunta cu incertitudini privind sensul și amploarea evoluției factorilor menționați, atât pe partea cererii cât și pe partea ofertei, ceea ce îngreunează o abordare de tip direct, bazată pe certitudini, a gradului de restrictivitate a politicii monetare și, implicit, a deciziei de luat. Pe cât de concretă trebuie să fie decizia de politică monetară, pentru a putea fi înțeleasă și aplicată, pe atât calea spre ea poate fi “bătătorită” cu o multitudine de riscuri și incertitudini.

Acestea din urmă, introduse în exercițiul intuiției, cu observarea absorbției și asimilării efectelor deciziilor anterioare, în conformitate cu *lag*-ul din funcționarea mecanismului de transmisie (de timp sau de tip structural), *contribuie la stabilirea magnitudinii*, de regulă micrometrică, a modificării expresiei cantitative, când este cazul, a principalelor instrumente de politică monetară (dobânda de politică monetară, nivelul RMO, dobânzile la facilitățile permanente) sau a *abordării ca-*

litative a unor elemente care definesc cadrul operațional al politicii monetare (metoda și periodicitatea sterilizării lichidității, colaterale eligibile pentru acces la lichiditatea oferită de banca centrală etc.).

Vorbind despre magnitudinea unor modificări în expresia cantitativă a unor instrumente de politică monetară, ea trebuie raționalizată la acel nivel la care fie procesul dezinflaționist, fie cel de stabilizare a prețurilor ar putea intra într-o fază sustenabilă și credibilă. Caracteristicile menționate și conferite unor astfel de faze au cea mai mare putere de ancorare, cu adevărat, a anticipațiilor inflaționiste.

Nu în ultimul rând, însă, “pasul” de modificare nu trebuie să impieteze cursul normal al evoluției (creșterii) economice, mai ales când ea converge spre PIB potențial, sau să afecteze locurile de muncă, mai ales în condițiile manifestării unui *mix* de politici care are calitatea de a ține sub control presiunile inflaționiste. În extremis, o politică monetară puternic restrictivă, nefiind sprijinită de un *mix* de politici economice adecvat, poate stabili temporar inflația cu afectarea creșterii economice, dar neintervenția rapidă și în celelalte politici laxe poate pune în pericol chiar efectul temporar pozitiv al unei politici monetare restrictive, prin depășirea barierei de funcționalitate a acesteia.

Exercițiul intuiției trebuie să mai acomodeze și alte aspecte de eficiență a politicii monetare, respectiv raportul dintre efectele explicite/scontate și cele cu caracter pervers, așa-zisa fatalitate reamintindu-ne că nu există politică perfectă în nici un domeniu. Vom observa că însăși decizia, bazată pe un *summum* de date certe, riscuri și incertitudini trecute și prin filtrul intuitiv, comportă ca urmare riscuri, iar eventuala lor aglutinizare, chiar sub efectul înțelepciunii deciziei,

poate să nască și efecte perverse.

Exemplele de efecte perverse sunt variate, funcție de context, dar cele mai periculoase sunt cele care *diminuează capacitatea și calitatea mediului de transmisie a impulsului monetar*, reducând, în final, chiar operaționalizarea ”la scară” a politicii monetare. Să reamintim, în cazul României, că majorarea dobânzilor tocmai (printre altele) pentru a descuraja creditarea determină migrarea de la creditele în lei spre cele în alte valute. Or, politica monetară a BNR este operațională numai în zona creditării în lei. Raportat la nivelul de intermediere, migrarea amintită reduce cantitativ și calitativ chiar mediul de transmisie a impulsului monetar.

Ca urmare, tocmai prin cunoașterea, pe baza teoriei, a *modului în care* se transmite impulsul monetar, intuiția, prin încercarea de a răspunde la întrebarea *cât*, și poate în cât timp, mai are rolul de a “tunde” din excesivitate în orice sens.

Orice pas de dobândă de politică monetară, raportat la condițiile macroeconomice și monetare, poate fi o frână sau un stimul, cu acțiune imediată sau dispărând în timp, după natura canalului de transmisie și a fenomenului țintă. Politica monetară, luptând împotriva șocurilor și volatilității, nu-și propune de regulă să inducă ea șocuri, ea urmărind fie ușurarea absorbției unui șoc în prețuri și economie, fie menținerea fluidă a evoluțiilor macroeconomice, păstrându-și rolul de gardian al stabilității prețurilor. Dacă aceasta este regula la nivelul acțiunii asupra instrumentelor de politică monetară, formalizarea deciziei de politică monetară trebuie să nu șocheze sau să bruscheze, fie piața, fie actorii pieței.

Gramajul fin, caracteristic operaționalizării instrumentelor de politică monetară, ascunde în sine componenta gramaju-

lui intuitiv, absolut necesar, justificabil prin ceea ce am susținut mai sus. Ajungem astfel la o nouă fațetă a capacității de persuasiune a unei decizii de politică monetară care se înscrie între teorie și practică, între știință și artă, reprezentată nu atât de formalizarea ei, cât de mesajul transmis și percepția acestuia în piață.

6. Consistența formalizării deciziei de politică monetară cu mesajul dorit

Prin complexitate, decizia de politică monetară ridică nu de puține ori modalitatea comunicării acesteia din perspectiva percepției mesajului ei “în piață”. Această preocupare nu este întâmplătoare, dacă avem în vedere că, de regulă, înaintea oricărui ciclu al unei decizii, piața – prin analiști, dealeri și orice alți actori – creează anumite așteptări. Or, acestea pot fi denumite oricum, dar în nici un caz ele nu pot fi disociate și de interese sau de semnale oarecum subliminale, de o importanță majoră în ceea ce se poate denumi eufemistic “orientarea” piețelor de mare sensibilitate după cuvinte și după voința celor ce spun cuvintele.

În domeniul comunicării, de multe ori mesajul direct este perceput diferit față de sensul pe care l-ar fi dorit comunicatorul în credința sa sinceră. Acest lucru îndeamnă de multe ori la găsirea acelei formule de mesaj, poate mai eliptic, al cărui sens dorit de comunicator să fie descifrat de înșiși cei interesați, recurgându-se la ceea ce numim “ambiguitatea constructivă”.

Orice decizie a unei autorități trebuie comunicată în conformitate cu natura ei de formalizare conferită prin lege. De regulă, comunicarea trebuie să ajungă la

publicul larg, care include și specialiștii și adresanții direct interesați, conform principiului că necunoașterea unei norme/informații care încorporează decizia unei autorități nu te absolvă de efectele ei practice. Mai trebuie adăugat că, pentru a asigura o largă accesibilitate, comunicarea are nevoie de suport material inițial, forma scrisă fiind preferabilă pentru simplul motiv că ea asigură unicitatea sursei de informație la origine, de la autoritatea generatoare. Este linia de start, egală în conținut tuturor, de la care trebuie să plece diseminarea, interpretarea, înțelegerea etc. a oricărui mesaj.

În sensul acestei introduceri pe care mi-am permis-o cu privire la unele aspecte ale comunicării, am dorit să atrag atenția asupra faptului că mesajul în sine comportă riscuri și capcane care ar putea aduce deservicii comunicatorului. Acest lucru ridică o problemă preocupantă pentru autoritatea emitentă, respectiv pentru definirea modului în care decizia comunicată își păstrează consistența și profunzimea mesajului pe lanțul de comunicare, de la sursă până la ultimul ascultător, trecând în mod evident prin grupurile țintă explicite: specialiștii și/sau practicienii din mediul tutelat de o autoritate.

Decizia de politică monetară ridică principial aceleași probleme, concentrate în întrebarea dacă, prin comunicarea ei, se pot păstra sensul și spiritul chiar al efortului decidenților de a ajunge la ea, cu atât mai mult cu cât pentru contribuția intuiției nu există cuvinte adecvate pentru a o putea descrie. Politica monetară, fiind rezultat al teoriei și intuiției, aceasta din urmă, legată mai mult de aspecte de percepție a practicii și realității imediate, de știință și arta deciziei de politică monetară are o componentă impoderabilă, purtătoare și ea a unui mesaj de acompaniere a celui exprimat di-

rect, convențional. Ceea ce simțim necesar este reușita “topirii” și a acestui mesaj construit prin filiera experimentării intuiției în mesajul direct formalizat.

Încercând o identificare a specificității deciziei de politică monetară, decurgând din natura și sensibilitatea domeniului pe care îl tutează, trebuie să considerăm că este normal să ne preocupe modul ei de argumentare, pentru necesitățile de comunicare. Accentul decidenților pe rigurozitatea mesajului are în vedere limitarea interpretării acestuia dincolo de normalitatea percepției presupuse de către aceiași decidenți. A reuși acest lucru ar fi echivalent cu asigurarea consistenței formalizării deciziei cu mesajul dorit.

Pe piețele financiare, cuvintele pronunțate prin comunicarea verbală directă sau în scris într-un comunicat produc, de regulă, o “vibrație” mai accentuată în percepția intermediarilor de servicii financiare. Este vorba, principial, *de conversia înțelesului comunicării specifice acestora, care evidențiază, de data aceasta, și intuiția lor* în interpretarea mesajului intrinsec comunicării decidenților. Rolul ambiguității constructive este tocmai acela ca eventuala interpretare independentă să se apropie cât mai mult de sensul mesajului dorit de decidenți, chiar dacă în mod voit s-a recurs la estomparea unor aspecte logic legate între ele. Ambiguitatea constructivă este departe de a fi o intenție de inducere în eroare, a recurge la ea înseamnă a sublinia și a orienta atenția spre veriga esențială a unui lanț logic de analiză. Pornind de la această verigă, și nu de la ceea ce crede receptorul mesajului – analist de piață, specialist, intermediar etc. –, acesta este invitat să refacă singur, pe baza cunoștințelor sale, chiar raționamentul decidenților. Este o modalitate indirectă de a da o mai mare credibilitate mesajului, dacă acesta poate

genera receptorilor raționamente proprii decidenților.

Exercițiul raționamentelor proprii are darul de a convinge mai bine, prin propria judecată a receptorului – în aceeași combinație, proprie acestuia, dintre știința și arta practicianului – asupra obiectivității și corectitudinii deciziei de politică monetară presupusă de decidenți la momentul luării ei. Cel puțin acest lucru este de dorit, întrucât, repetăm din nou, sensibilitatea la cuvinte a piețelor financiare este o realitate. Cuvintele mișcă cursuri de schimb, cotații și prețuri ale activelor, ca o reflectare a “vibrațiilor” amintite mai sus produse în mentalul jucătorilor de pe piață.

Comunicarea deciziilor de politică monetară a băncilor centrale este armonizată cu strategia lor de politică monetară, ceea ce nu împiedică ca formalizarea acesteia – atunci când vorbim de conținut – să nu prezinte unele diferențieri. Predominant rămâne principiul transparenței, departajat însă de opțiunile reflectării deciziilor individuale care duc la o majoritate sau direct a rezultatului final degajat de voturile individuale. Unele bănci centrale, funcție de maturitatea piețelor, inclusiv în înțelesul calității percepției și interpretărilor deciziilor de către actorii pieței, recurg la prezentarea argumentației fiecărui decident. Ceea ce trebuie de înțeles din cadrul varietății de opțiuni legate de comunicarea băncilor centrale este faptul că există un fenomen de convergență, cel puțin în calitatea comunicării, spre standardele proprii unei transparențe, care să ajute piețele și nu să le facă confuze. Această convergență, prin transparență, este unul dintre pilonii credibilității băncilor centrale, cu impact asupra stabilității financiare, cu aceeași putere de ancorare a unei predictibilități necesară și mediului de afaceri în ansamblu său.

Bibliografie selectivă

- BCE, *The Working of Eurosystem*, Occasional Paper Series, nr.79, 2008.
- Blinder, A., 'Central Banking Theory and Practice', MIT Press, 1998.
- Muto, T., *How do Central Banks Make Decisions?*, speech at the Spring meeting of the Japan Society of Monetary Economics in Cluj, 12 mai, 2007.
- Isărescu, M., *Monetary Policy Issues in an Emerging Country. The Case of Romania*, discurs la Academia Regală din Barcelona, 2007
- ISSIWG, O., *Background Studies for the ECB's Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt, 2003.
- Lombardelli, C ș.a., *Committees Versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision Making*, 'International Journal of Central Banking', vol.1, 2005.
- Papademos, L., *Price Stability, Financial Stability and Efficiency, and Monetary Policy*, presentation at the Conference "Challenges to the Financial System – Ageing and Growth", Frankfurt am Main, July 7, 2006.
- Posen, A., *Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix for Politics*, 'Finance and the International Economy', nr.7, Oxford University Press.
- Smidkova, K., *Methods Available to Monetary Policy Makers to Deal with Uncertainty*, Bank of London, august 2003.
- Winkler, B., *Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy Making*, ECB Occasional Paper Series, nr.26, 2000.
-