

Pierderile și profiturile BNR

Lucian Croitoru

Articol publicat pe www.hotnews.ro pe 9 iulie 2014

În 2013 BNR a avut pierdere contabilă. Prima pierdere după șase ani de profit. În presă, atenția acordată acestor rezultate a fost asimetrică. Profiturile, impozitate cu o rată de 80 la sută, au fost doar notate. Nimeni nu s-a arătat îngrijorat că un impozit de o așa magnitudine și modul în care se plătește slăbește independența băncii. O astfel de critică ar fi fost binevenită, căci o modificare legislativă care să rezolve această problemă, alături de alte 15-16 modificări legislative, este necesară dacă vrem să adoptăm euro. În schimb, pierderea din anul 2013 este criticată. Voi arăta în continuare cum trebuie să privim pierderea sau profitul băncii centrale.

Profiturile sau pierderile apar din cinci mari surse: (i) operațiunile de politică monetară; (ii) administrarea rezervelor; (iii) efectele contabile ale modificărilor în cursurile de schimb și în prețurile activelor din rezerva internațională; (iv) emisiune monetară și decontare plăți și (v) alte operațiuni. Evoluția acestor surse este prezentată în Fig. 1.

Primele trei surse menționate sunt predominante și foarte volatile. Volatilitatea reflectă dependența acestor surse de intrările de capitaluri și de faza ciclului de afaceri în economiile în care BNR poate investi rezervele sale valutare. La rândul lor, intrările private de capitaluri sunt ciclice, dar depind și de coerența politicilor interne ale țărilor de destinație.

Se vede din Fig. 1 și Fig. 2 că operațiile de politică monetară au produs pierderi în fiecare an din perioada 2005-2013, cu excepția anului 2012. Aceasta înseamnă că, în anii respectivi, BNR a fost preponderent în poziția de debitor net¹ față de sistemul bancar. Din cauza excedentului structural de lichiditate, în piață au fost mai mulți bani decât cantitatea care ar fi permis atingerea țintei anuale de inflație. În efortul de a atinge ținta respectivă, BNR a trebuit să absoarbă (să sterilizeze) excesul de lichiditate. Această operațiune costă². Pe scurt, în anii în care există exces de lichiditate, atingerea țintei de inflație se face producând pierderi din operațiunile de politică monetară. Invers, în anii în care există deficit de lichiditate, atingerea țintei de inflație se face producând profituri din operațiunile de politică monetară.

Cu exces de lichiditate, cu cât inflația este mai mare decât ținta, cu atât pierderile din operațiunile de politică monetară sunt mai mici. Ceteris paribus, pentru a atinge inflația dorită, banca centrală sterilizează și, din această cauză, face pierderi. În condițiile menționate, pe termen scurt, banca centrală ar putea alege să producă pierderi publicului, printr-o inflație mai mare decât ținta, cu scopul de a-și reduce propriile pierderi. Evident, acest compromis între pierderile publicului și pierderile băncii centrale este iluzoriu pe termen mai lung. Pentru a evita ca în practică banca centrală să tindă să exploateze compromisul, societatea a stabilit că

¹ Poziție stabilită luând în calcul atât operațiunile de politică monetară cât și rezervele minime obligatorii.

² Costurile depind de forma utilizată pentru absorbție. Atragerea de depozite este costisitoare și induce comportamente de complacere și de neintermediere ale băncilor comerciale. De asemenea, operațiile deschise (OMO) au costuri. Indiferent de forma sa, absorbția lichidității are costuri sub forma dobânzilor plătite de BNR. Sterilizarea lichidității se poate obține și prin vânzarea de valută, dar acestea nu afectează direct costul operațiilor de politică monetară.

banca centrală trebuie să aibă ca obiectiv stabilitatea prețurilor, obiectiv asumat de BNR din august 2005. Cei care critică pierderile băncii centrale par să uite de acest obiectiv.

Veniturile din administrarea activelor și pasivelor în valută, deși sunt volatile ca mărime, constituie totuși componenta care în perioada analizată a produs pierderi doar în anul 2007. Aceste venituri depind de volumul activelor și pasivelor, de randamentele la care sunt plasate activele și de costul pasivelor. BNR are obligația să plaseze rezervele sale în titluri ale unor emitenți cu grad de risc redus. Între aceștia se includ, în principiu, guverne, agenții, corporații din țările dezvoltate și stabile macroeconomic.

În timpul boom-ului economic, în perioada 2004-2008, BNR a cumpărat peste 6 miliarde de euro (net) pe piața valutară, ceea ce a crescut volumul rezervelor. În perioada boom-ului, aceste rezerve au fost plasate la randamente relativ înalte, ceea ce explică creșterea veniturilor din managementul activelor și pasivelor în valută până în 2008 (cu excepția anului 2007).

Odată cu intrarea economiilor acestor țări în criză, randamentele titlurilor emise de ele au scăzut, iar volumul rezervelor valutare ale României a crescut prin împrumuturile cu costuri relativ joase de la UE și FMI. Cele două tendințe s-au combinat pentru a imprima trendul de scădere a veniturilor din administrarea rezervelor internaționale. Aceasta explică de ce în 2013 BNR a înregistrat cel mai mic volum al acestui tip de venituri din întreaga perioadă 2005-2013. Deși a scăzut, randamentul mediu al portofoliului administrat de BNR a fost în 2013 mai mare decât cel obținut la portofoliul benchmark³.

Un rol distinct îl joacă rezervele minime obligatorii. După criză, treptat, randamentele la care sunt plasate rezervele au devenit mai mici decât rata dobânzii pe care banca centrală o plătește băncilor pentru rezervele minime obligatorii în valută. Același raționament este valabil și pentru soldul contului în valută al autorității fiscale.

În sfârșit, cea mai volatilă componentă o reprezintă veniturile din reevaluarea pozițiilor valutare ale BNR. Valoarea activelor este influențată atât de cursurile de schimb dintre leu și monedele care intră în compoziția rezervelor valutare, cât și de prețul activelor respective (aur, titluri în valută). Practic, în fiecare lună, efectele contabile ale variațiilor cursului de schimb și/sau ale prețului activelor se cuantifică ținând cont de două diferențe: (i) diferența dintre cursul de schimb din ultima zi a lunii și costul mediu al pozițiilor valutare deținute de banca centrală; și (ii) diferența dintre prețul de piață al activelor și costul mediu al acestora. Aceste diferențe se reflectă cu atât mai mult în profituri sau pierderi cu cât mai mare este valoarea în valută a activelor respective.

Evident, prin intervențiile pe piața valutară, BNR influențează atât costul mediu cât și, posibil, cursul din ultima zi a lunii, putând, astfel influența mărimea pierderilor sau a profiturilor. Intervențiile sunt însă ghidate preponderent de nevoia de a reduce volatilitățile excesive, care pot afecta stabilitatea prețurilor și/sau stabilitatea financiară, și mai puțin de rezultatele

³ Vânzarea de valută reduce sau elimină excesul de lei, dar apreciază moneda, și reduce nivelul rezervelor valutare.

contabile⁴. Cotațiile valutare din ultima zi a anului sunt influențate inclusiv de evoluții conjuncturale, nesustenabile, ceea ce explică în bună măsură volatilitatea sumelor din reevaluare.

Conform standardelor internaționale de contabilitate recunoscute de BCE, în cazul reevaluării, efectele pozitive nu se compensează cu efectele negative. Efectele negative se consideră cheltuieli, care reduc profitul, iar efectele pozitive nu se consideră venit, ci se înscriu într-un cont special de reevaluare. Aproape în toți anii din perioada analizată, inclusiv în 2013, efectele pozitive le-au întrecut pe cele negative, dar tratamentul contabil permite ca numai efectele negative să afecteze contul de profit și pierderi. Astfel, începând din anul 2008, efectele din reevaluare au fost negative, contribuind la creșterea cheltuielilor BNR.

În concluzie, factorii principali care duc la profituri sau pierderi ale băncii centrale reflectă în mod deosebit contextul internațional în care BNR își îndeplinește sarcina de a menține inflația joasă și stabilă și de a asigura stabilitatea financiară a economiei. Inflația anuală CPI a coborât de la 9,7 la sută în iulie 2005 la sub 1 la sută în mai 2014. De asemenea, leul nostru a fost relativ stabil în ultimii ani, în ciuda crizei mondiale și a recesiunii începute în ultimul trimestru din 2008. Aceste rezultate bune au fost însoțite în 2005, 2006 și 2013 de pierderi ale băncii centrale, iar în ceilalți ani de profituri.

Pe ansamblul perioadei 2005-2013, contribuțiile celor 5 factori la profitul BNR sunt prezentate în Fig. 3. Se vede că singurul factor care a avut o contribuție cumulată pozitivă a fost administrarea activelor și pasivelor în valută. Contribuția acestui factor a compensat contribuțiile negative ale operațiilor de politică monetară și ale celorlalți factori. În întreaga perioadă, BNR a avut un profit cumulativ de aproximativ 2,2 miliarde de lei. Din acesta, peste 1,7 miliarde de lei au fost plătite sub forma impozitelor la bugetul statului român.

⁴ În teorie, pierderile băncii centrale nu trebuie să fie compensate prin injecții de capital de la guverne. Capacitatea băncii centrale de a asigura stabilitatea prețurilor nu este afectată în mod direct de pierderile din anii anteriori. De exemplu, în perioada analizată, BNR a făcut pierderi atât în 2005 cât și în 2006. În acei ani, BNR a avut pierderi totale mult mai mari decât pierderile din operațiunile de politică monetară, dedicate reducerii inflației. Totuși, inflația anuală a prețurilor de consum (IPC) a coborât de la 9,3 la sută în decembrie 2004 la 4,87 la sută în decembrie 2006. Deși nu afectează direct capacitatea băncii de a atinge obiectivele, pierderile pot eroda reputația băncii centrale. Din acest motiv, bancherii centrali sunt atenți și la pierderile băncii centrale. Ca să stabilizeze prețurile, politica monetară are nevoie să fie credibilă, iar pentru aceasta are nevoie de independență operațională. Soliditatea financiară a băncii centrale este un semn că ambele condiții sunt îndeplinite.

Fig. 1: Contribuții la formarea profiturilor/pierderilor BNR (mil. lei)

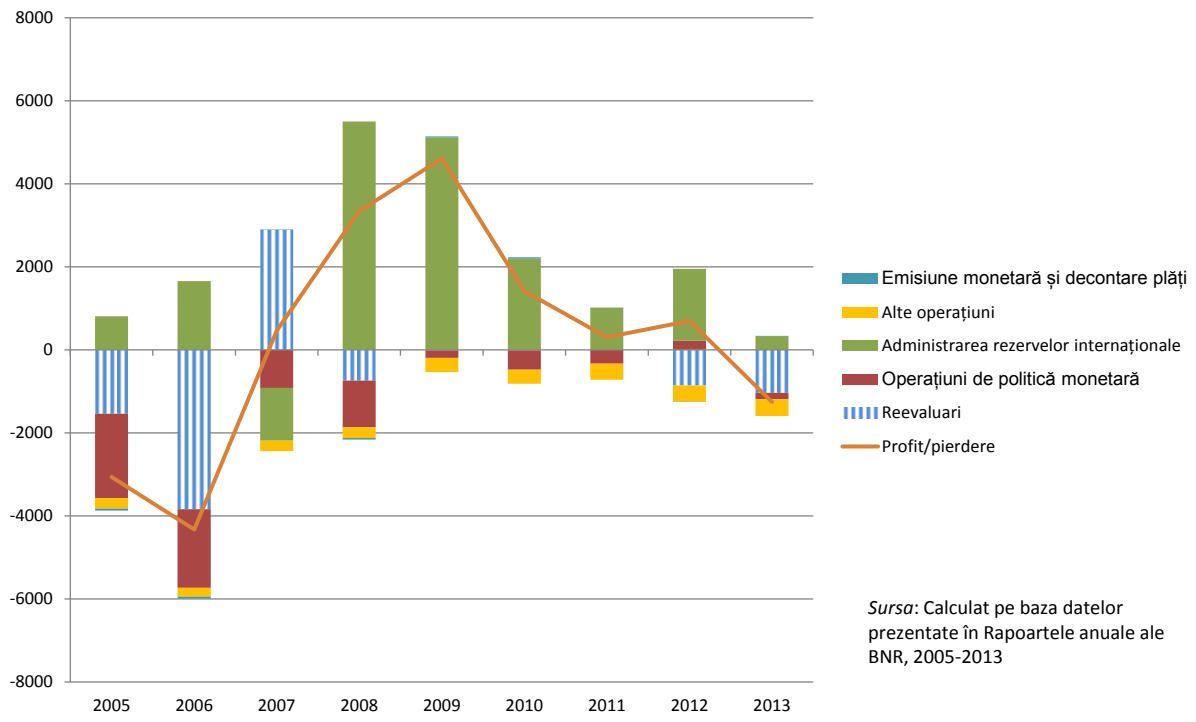
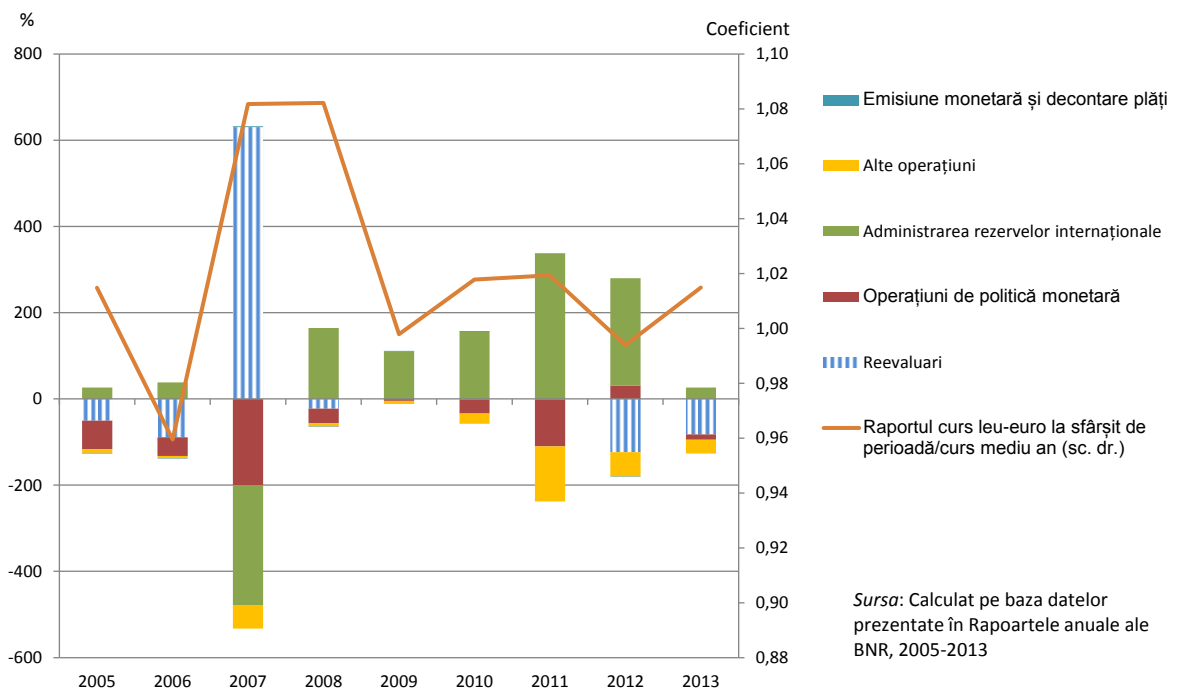


Fig.2: Contribuții la formarea profiturilor/pierderilor BNR (%)



**Fig.3: Contribuția cumulată a componentelor la formarea profitului
BNR în perioada 2005-2013 (mil. lei)**

