

Interviu acordat revistei Business Standard

Lucian Croitoru

1. Credeți că BNR a admis implicit, prin creșterea ratei dobânzii de politică monetară, că a greșit coborând de 4 ori consecutiv nivelul acesteia în ultimul an?

Decizia BNR de a crește rata dobânzii de politică monetară este răspunsul la perspectiva creșterii inflației. Decizia vine la timp. De altfel, creșterea dobânzii a fost în linie cu creșterea anticipată de majoritatea analiștilor. Nu știu dacă aceștia au exprimat o evaluare despre ce va face BNR pe baza comportamentului anterior sau despre ce ar fi bine să facă. Dacă estimarea a fost deplasată către acest din urmă aspect, atunci cu atât mai bine, căci așa se ancorează anticipațiile inflaționiste. Invers, când piața consideră că reducerea ratei dobânzii este prematură, anticipațiile se ancorează mai greu, chiar dacă banca centrală ar avea motive să reducă rata dobânzii. Cele patru reduceri consecutive la care vă referiți au fost bazate pe date care indicau evoluții mixte. Rămânerea în urmă a creșterii cumulate a productivității muncii în industrie în anul acesta comparativ cu salariile indica posibile viitoare probleme, dar ratele lunare ale inflației, foarte mici în primele patru luni ale acestui an, favorizau reducerea ratei dobânzii. Condițiile monetare erau relativ tari, cu ratele rezervelor minime obligatorii la 40 procente pentru pasivele în valută și cu rata de schimb apreciindu-se. Consiliul de administrație al BNR a ales să relaxeze aceste condiții prin reducerea ratei dobânzii. În octombrie 2007, prin decizia luată, BNR s-a re poziționat pentru a face față presiunilor inflaționiste apărute.

2. Cât de corect reflectă ponderile diverselor componente ale coșului de consum inflația din economia autohtonă? Credeți că ar trebui revizuit acest coș?

La noi coșul se alcătuiește pe baza bugetelor de familie. În structura coșului pentru România, produsele alimentare și băuturile nealcoolice și alcoolice (PABNA) au o pondere de aproape 38 de procente. În această grupă sunt cuprinse și multe produse cu prețuri volatile. Datorită ponderii relativ mari pe care o dețin în coș, produsele cu prețuri volatile pot influența rata inflației semnificativ, în sensul creșterii sau scăderii. Anul acesta au produs deraieri de la ținta de inflație. În Zona euro ponderea PABNA este de numai 17 la sută. Notați însă că diferența se datorează și diferențelor metodologice. În multe țări, atunci când se calculează indicele prețurilor de consum, se utilizează pentru fiecare grupă de produse o pondere rezultată prin combinarea unor ponderi obținute prin două metode diferite: pe baza bugetelor de familie și pe baza datelor din conturile naționale. Ponderile astfel obținute pentru fiecare grupă reflectă mai fidel structura consumului gospodăriilor populației. Rezultatul constă în ponderi mai mari pentru servicii și mai reduse, dar și mai aproape de realitate, pentru de PABNA și alte grupe. Când se vor utiliza și la noi ponderile rezultate pe baza conturilor naționale, mișcarea va fi în aceeași direcție.

3. Urmează o perioadă electorală, cu cheltuieli publice mai mari, în care riscul derapajelor crește. Care ar putea fi o posibilă reacție a BNR dacă lucrurile nu merg potrivit planurilor?

Până în prezent politica fiscală a fost consistentă cu ținta de inflație. Nu același lucru se poate spune despre politica salarială. În cazul politicii fiscale, problema o constituie – obișnuita de acum – accelerare a cheltuielilor în ultimele două luni ale anului. În plus, este anunțată o relaxare a politicii fiscale pentru 2008. Dacă apar derapaje în politica veniturilor salariale și în politica fiscală, BNR va trebui să reacționeze pentru a apăra ținta de inflație, inclusiv prin readucerea anticipațiilor inflaționiste pe traiectoria dorită. Politica monetară se confruntă însă cu o dilemă: atingerea țintei de inflație prin creșterea ratei dobânzii generează presiuni pentru aprecierea monedei. Aprecieri semnificative ale leului pot fi inversate brusc, mai ales dacă și volatilitatea pe piețele internaționale ar crește, cu consecințe pentru ritmul dezinflației și pentru stabilitatea sistemului financiar. În plus, eventuale derapaje largi nu ar putea fi corectate. Relaxarea fiscală, (datorată inclusiv creșterii pensiilor), incertitudini privind rata de schimb, șocuri negative pe partea ofertei (prețurile alimentelor și petrolului), creșteri ale veniturilor salariale și creșteri ale ratelor dobânzii se pot combina astfel încât să apară încetinirea creșterii economice (accentuată de creșteri ale ratelor dobânzii) concomitent cu accelerarea inflației. Din această perspectivă, anul electoral 2008 îngrijorează.

4. O opinie mai controversată este aceea că politica monetară orientată spre inflație scăzută și stabilă poate fi o sursă de instabilitate financiară. Semnalele sunt că și la noi politica monetară va continua să se întărească. Credeți că politicile monetare orientate spre inflație scăzută pot crea probleme?

Specificul în teoria și practica politicii monetare în ultimele două decenii a fost dedicația pentru stabilitatea prețurilor. Fundamentul teoretic pentru această practică vine de la monetarism și de la noua macroeconomie clasică. Acestea spun nu numai că producția reală nu poate fi stimulată prin politici monetare care mențin inflație înaltă sau accelerează inflația, dar, de asemenea, implică faptul că austeritatea antiinflaționistă nu are efecte pe termen lung asupra venitului real, consumului și bunăstării sociale. Primul aspect este necontroversat: o relaxare a politicilor monetare va fi confiscată, pe termen lung, de creșterea prețurilor, care sunt flexibile la creștere. Dar am dubii că o întărire a politicii monetare nu are efecte pe termen lung asupra variabilelor reale, deoarece prețurile nu sunt pe deplin flexibile la scădere. La limită, în termeni practici, dedicarea politicii monetare stabilității prețurilor (în sensul strict al cuvântului) înseamnă, după cum spunea Tobin, declararea indiferenței oficiale față de rezultatele macroeconomice reale – ocupare și creștere. Această interpretare trebuie luată însă cu precauție, deoarece stabilitatea macroeconomică este o condiție pentru o creștere economică sustenabilă. Mai mult, relativ recent băncile centrale au inclus între obiectivele lor și stabilitatea financiară a sistemului. Pot să subscriu punctului de vedere exprimat de Tobin în măsura în care el înseamnă că rezultatele reale devin o preocupare pentru banca centrală numai după ce obiectivul stabilității prețurilor este atins.

5. O politică bugetară expansionistă ar determina creșterea deficitului contului curent. În același timp, creșterea ratei dobânzii atrage noi capitaluri, care finanțează un deficit de cont curent mărit, aparent fără a crea probleme. Este corectă o asemenea prezumție? Care sunt vulnerabilitățile la care expune o creștere a ratei dobânzii BNR?

Deficitul de cont curent este la un nivel îngrijorător, după cum o arată și recentul semnal trimis de către S&Ps privind rating-ul pentru România. Acesta aproape coincide cu deficitul sectorului privat, finanțat tot mai mult prin datorie externă pe termen scurt. Cu deficitul extern sunt asociate două vulnerabilități ale economiei. Prima, cea externă, este legată de mișcarea care ar apărea în cursul de schimb dacă investitorii străini reduc în mod semnificativ finanțarea externă a României. Dacă investitorii ajung la concluzia că mix-ul de politici care răspunde dezechilibrelor este inadecvat, vor tăia din finanțări. Ipoteza că rate mai mari ale dobânzii vor atrage noi finanțări nu va fi valabilă dacă investitorii cred că rata mai mare a dobânzii nu va produce și o calmare a cererii pentru importuri. De aceea spunem că nu în toate cazurile derapajele pot fi corectate prin măsuri monetare. O creștere a ratei dobânzii interne crește costul creditului în lei, făcându-l mai atractiv pe cel în valută. Aceasta duce la a doua vulnerabilitate, cea internă. Aceasta constă în existența unui volum mare de obligații în valută ale firmelor și populației, neacoperite cu active în valută. Reducerea finanțărilor externe ar crea probleme la nivelul microeconomic privind rambursarea datoriei externe.

6. Politica monetară nu poate influența ocuparea pe termen lung, însă greșelile de politică monetară pot genera șomaj pe termen lung. Se susține un asemenea exercițiu de logică, gândindu-ne de pildă că o creștere a ratei dobânzii poate cauza aprecierea leului, "forțând" exportatorii la restructurări ce ar rezulta într-un șomaj mai ridicat?

Nu se susține. În ultimii trei ani leul s-a apreciat în mod continuu și nu a apărut șomaj suplimentar. Dimpotrivă, economia este supraîncălzită și șomajul s-a redus. Acum resursa forță de muncă este tensionată. Există chiar deficit de forță de muncă în unele sectoare. Așa că eventuale disponibilizări în acele sectoare vor fi absorbite în altele, chiar dacă absorbția este încetinită de rigiditățile de pe piața muncii (De exemplu, beneficiile pentru cei ce nu au un loc de muncă și perioadele pentru care se acordă aceste beneficii sunt relativ mari, ceea ce nu stimulează căutarea de job-uri). Nu văd, deci, o problemă cu întărirea politicii monetare. Dimpotrivă. O creștere a ratei dobânzii când economia este supraîncălzită ajută inflația și nu pune în pericol creșterea. O mutare a ratei de creștere economică către niveluri sustenabile este de dorit și este de preferat să se facă în mod treptat.

7. Care considerați ca va fi reacția sistemului bancar la recenta decizie a BNR de a crește rata dobânzii?

Nu numai băncile dar și alți agenți vor lua decizii privind restructurarea portofoliilor. Aici operează două canale, care nu sunt bine înțelese de noi, economiștii. Este vorba de canalul substituției și canalul anticipațiilor. Anticipațiile sunt foarte puternice, dar nu pot lucra decât dacă substituția activelor este efectivă. Decizia BNR transmite, împreună cu alte observații economice, informații despre viitorul profil al politicii monetare și despre ratele viitoare ale dobânzii. Astfel se afectează întregul spectru de dobânzi și prețuri ale activelor. Procesul acesta implică o refacere a portofoliilor ca răspuns la schimbările în ratele dobânzii de pe piață și în prețurile activelor, actuale și anticipate: la rezervele băncilor; la depozite; la acțiuni; case; obligațiuni etc.

8. Care ar fi primele 3 măsuri pe care le-ați lua dacă ați fi ministrul finanțelor și economiei, pentru a corecta dezechilibrele macro și, în special deficitul de cont curent?

Dacă aș fi ministru ar însemna că am ajuns la o înțelegere cu politicienii asupra sprijinului necesar pentru reformele pe care le-aș promova. Un ministru de finanțe nu poate face ajustări dureroase dacă nu are sprijin politic. Dar să presupunem că îl avem, ceea ce în România ar fi greu. Prima măsură: aș menține echilibrul bugetar până când anticipațiile inflaționiste s-ar consolida la niveluri joase și dezechilibrul extern ar reveni la niveluri sustenabile. A doua: aș proiecta bugetul într-un cadru pe termen mediu, care să-mi permită flexibilitate în managementul fondurilor publice și care ar transmite investitorilor mesaje despre profilul politicii fiscale și bugetare în orizontul de planificare fiscală. Ar dispărea rectificările multiple și practica accelerării cheltuielilor la sfârșitul anului, care nu este compatibilă cu eficiența. A treia: aș elimina exceptările, care îngustează baza de impozitare. Nu exclud orice creștere necesară de impozite dacă ar fi nevoie pentru menținerea macroechilibrelor. Să vă mai spun și că aș reduce taxa de primă înmatriculare la autovehicule, care este aberant de mare? Toate aceste măsuri ar fi concepute pentru a pregăti mai bine bugetul pentru a face față principalei provocări a economiei românești: convergența reală cu UE concomitent cu menținerea macrostabilității economiei.

6 noiembrie 2007