

Politica monetară în 2010

Articol publicat în revista „Business Standard”, în data de 28 ianuarie 2010

Lucian Croitoru

Mulți analiști și oameni de afaceri cred că politica monetară este încă datoră în ceea ce privește atenuarea recesiunii. Gap-ul producției, de peste -7 procente, pare să dea substanță acestei idei. Mai mult, în definiția sa, care nu este influențată de factorii ofertei, inflația a scăzut de la 6,3 procente în decembrie 2008 la 2,8 procente în decembrie 2009. Această scădere se datorează atât recesiunii cât și prudenței manifestate de BNR în reducerea ratei dobânzii efective anul trecut. Astfel, mulți cred că inflația nu mai este o problemă reală și consideră necesar ca anul acesta BNR să reducă rata dobânzii în mod abrupt pentru a stimula creșterea economică.

Dar s-ar putea ca anul acesta anumite evoluții să fie inversate și politica monetară să aibă noi constrângeri. Creșterea economică se va relua, mai ales sub influența refacerii încrederii și a reluării creșterii economice în exterior. Aceasta va reduce *gap*-ul dezinflaționist al producției, astfel că el va contribui la scăderea inflației și a ratei dobânzii din ce în ce mai puțin. Dar este probabil ca noi factori să apară și să favorizeze reducerea ratei dobânzilor, în timp ce alții vor acționa în sens invers. Influențele contradictorii vor crea constrângeri pentru politica monetară. În aceste condiții, atingerea țintelor de inflație de 3,5 procente în 2010 și 3 procente în 2011 rămâne dificilă. În cele ce urmează voi arăta ce cred că va determina scăderea ratei dobânzii în 2010, de ce scăderea nu va fi abruptă și ce constrângeri întrevăd pentru politica monetară.

Reluarea intrărilor de capital

Odată cu refacerea încrederii la nivel global, șansele ca intrările de capitaluri să fie reluate au crescut. La nivel global, criza financiară a corectat în mod brutal dezechilibrele. Rămâne incert dacă corecțiile în conturile curente ale țărilor sunt complete relativ la tendințele de lungă durată, dar este cert că aceste corecții au fost doar rezultatul unor factori ciclici. Reformele care să prevină refacerea la niveluri nesustenabile a dezechilibrelor asociate cu abundența fluxurilor de capital nu au avut loc. Factorii structurali ai dezechilibrelor au rămas relativ intacti.

Astfel, chiar dacă în țările cu deficit de cont curent criza a dus la creșterea economisirilor, acest proces poate fi inversat odată cu apariția perspectivelor bune. În plus, injecțiile monetare făcute de unele bănci centrale din țări cu rate mici ale dobânzii au creat o lichiditate abundentă, care își caută plasamente cu randamente relativ mari. În economiile asiatice, flexibilitatea relativ redusă a ratelor de schimb și alți factori structurali continuă să determine economisiri excesive și canalizarea lor spre restul lumii. În fine, în zona euro, rigiditățile structurale împiedică o creștere economică la rate relativ înalte. Această combinație de factori structurali a existat și înainte de criză și a dus la intrări masive de capitaluri concomitent în multe țări, inclusiv în România.

Factorul nou care se remarcă și care, în viziunea unor analiști ar putea provoca exact contrariul, adică ieșirea de capitaluri din România, este criza financiară din Grecia. Acest lucru s-ar putea întâmpla, spun acești analiști, prin contagiune. Dar după opinia mea, coerența politicilor poate evita acest lucru. Încheierea cu succes a negocierilor recente cu FMI a fost un pas substanțial în reducerea pericolului contagiunii, indicând voința autorităților pentru continuarea reformelor asumate prin acordurile cu UE, FMI și Banca Mondială. Pe măsura implementării, reformele vor produce suficientă încredere pentru a preveni ieșirile prin contagiune. Așa că nu consider probabilă această eventualitate.

Mai probabilă este însă reluarea intrărilor relativ mari de capitaluri în 2010. Recent, investițiile străine și transferurile nete din străinătate și-au reluat creșterea. *The Economist* estimează că investițiile directe vor fi de aproximativ 8 miliarde de euro pentru anul acesta, dar nu este exclus ca ele să fie chiar mai mari. Mai mult, diferențialul ratelor dobânzii stimulează operațiunile de *carry-trade*. Deocamdată efectul agregat al acestor mișcări de capitaluri asupra mărimii deficitului contului curent nu sunt clare, dar o deteriorare a acestuia nu ar fi îngrijorătoare dacă ar reflecta o revenire a creșterii economice.

Aprecierea leului și reducerea ratelor dobânzii

În 2010, reluarea intrărilor de capitaluri ar putea conduce la o apreciere nominală semnificativă a leului. Aceasta ar avea, teoretic, cel puțin trei efecte: (i) reducerea inflației, care este un obiectiv al BNR; (ii) stimularea acumulării de datorii în active străine, care este o îngrijorare a BNR în măsura în care poate altera celălalt obiectiv al său, și anume stabilitatea financiară; și (iii) erodarea competitivității internaționale a economiei, care ar încetini creșterea exporturilor. În principiu, o reducere a ratei dobânzii nu stimulează primul efect, dar contribuie la atenuarea celorlalte două efecte. Apare astfel că, exclusiv pe canalul ratei de schimb, o modificare a ratei dobânzii poate avea efecte conflictuale în legătură cu atingerea obiectivelor BNR.

Totuși, în cazul concret al României, acest lucru nu este complet adevărat. Influențele aprecierii leului asupra inflației depind mult de modul de formare a prețurilor. Evidențele arată că în România există rigidități nominale care împiedică reflectarea aprecierii în reduceri semnificative ale ratei inflației. Astfel, potențialul dezinflaționist al aprecierii leului rămâne la un nivel scăzut. Cu alte cuvinte, dacă se are în vedere exclusiv canalul ratei de schimb, o reducere a ratei dobânzii nu produce pierderi semnificative în termenii creșterii ratei inflației.

Necesitatea reducerii ratei dobânzii apare din perspectiva celui alt efect teoretic al aprecierii leului—creșterea datoriei private externe. Anul trecut, reducerea inflației și deprecierea leului au făcut ca diferența dintre costul împrumuturilor în lei și cel al împrumuturilor în valută să se reducă. Dar anul acesta, aprecierea leului ar putea crește din nou diferența de costuri. Ea ar agrava dezechilibrul pe valute dintre active (preponderent în lei) și pasive (preponderent în valute) la nivelul sectorului real, făcându-l vulnerabil la o eventuală depreciere a leului. Stresul din sectorul real ar afecta apoi sectorul financiar. Evident, din această perspectivă, BNR, care răspunde de stabilitatea financiară, este interesată să reducă rata dobânzii.

Presiuni pentru reducerea ratei dobânzii ar putea veni și din rațiuni de competitivitate a economiei. BNR nu a fost niciodată insensibilă la variațiile cursului leului, subliniind în repetate rânduri caracteristica de flotare condusă a regimului ratei de schimb. Reducerea costurilor unitare ale muncii, mai vizibilă începând din iunie 2009, a creat spațiu pentru ca o apreciere viitoare rezonabilă să nu erodeze competitivitatea firmelor. Dar este probabil ca acest spațiu să fi fost parțial consumat de recenta apreciere a leului, fără ca alte reduceri semnificative ale costurilor cu munca să urmeze. În concluzie, este probabil ca spațiul rămas pentru o apreciere care să producă dezinflație fără să erodeze competitivitatea să se fi redus. Cu cât mai mic este spațiul creat, cu atât mai mare este presiunea pentru reducerea ratelor dobânzilor cu scopul de a tempera intrările de capitaluri.

Repariția dilemei ratei dobânzii

Dar, dacă există probleme cu ancorarea anticipațiilor inflaționiste, reducerea ratei dobânzii ar putea intra în conflict cu obiectivul atingerii țintei de inflație. Unii factori de pe partea ofertei și-au mărit sau tind să-și mărească contribuția la inflație. Aceștia au dus la creșterea anticipațiilor inflaționiste, făcând necesară menținerea ratei dobânzii la un nivel relativ înalt. Iar intrările relativ mari de capitaluri vor alimenta aceste anticipații prin creșterea cantității de bani pe care o vor induce. Astfel, mai vechea dilemă a ratei dobânzii ar putea să bântuie și anul acesta conceperea și implementarea politicii

monetare. O dobândă relativ joasă, care temperează intrările de capitaluri și acumularea de datorii în active străine, ar putea fi insuficientă din perspectiva atingerii țintelor de inflație.

Din această perspectivă, pentru politica monetară provocarea cheie constă în atingerea țintei de inflație concomitent cu minimizarea riscurilor la adresa stabilității financiare. Poate această deducție îi dezamăgește pe cei care cred că în anul 2010 politica monetară nu ar trebui decât să reducă abrupt ratele dobânzii. Dar o eventuală ratare a țintei de inflație nu ar fi de dorit, deoarece o reducere a încrederii în politicile BNR s-ar reflecta în dezancorarea anticipațiilor .

Provocări pentru management-ul politicii monetare

Dincolo de dilema legată de nivelul dobânzilor, revigorarea intrărilor de capitaluri pune adevărate provocări pentru management-ul curent al operațiunilor de politică monetară. În 2010 rolul ratelor dobânzilor în temperarea intrărilor de capital este esențial din moment ce reducerile recente ale rezervelor minime obligatorii nu pot fi reversate fără a periclita obiectivul adoptării euro în 2015. Creșterea RMO nu este dezirabilă nici din perspectiva diferenței negative dintre rata dobânzii plătită pentru aceste rezerve băncilor comerciale și dobânda încasată de BNR din investirea rezervelor.

Intrările de capitaluri înseamnă creșterea cantității de bani din economie, care trebuie sterilizată de către BNR, ceea ce produce pierderi băncii centrale. Pierderile sunt, în natură, deficit cvasi-fiscal și pot fi inflaționiste. La limită, o magnitudine semnificativă a acestor pierderi erodează încrederea publicului în banca centrală, ceea ce se poate reflecta într-o inflație mărită. Totuși, dacă intrările de capitaluri nu vor putea fi reduse suficient, BNR ar putea fi nevoită să crească rezervele internaționale prin cumpărări pe piața interbancară. Dar și creșterea rezervelor are costuri din moment ce emisiunea monetară asociată trebuie sterilizată.

Datorită intrărilor de capitaluri, BNR ar putea redeveni debitor net față de sistemul bancar. În această situație nu este exclus ca menținerea dobânzilor de pe piața monetară la nivelul dobânzii de politică monetară să fie foarte dificilă. În condiții similare, în anumite perioade din 2005 și 2006, rata efectivă a dobânzii a fost mai mică decât rata de politică monetară.

Reluarea intrărilor de capitaluri la niveluri relativ mari formulează noi cerințe de coordonarea între politica monetară și politica fiscală. În 2010, pentru a atenua presiunile inflaționiste, deficitul bugetar va trebui restrâns. Dacă acest lucru nu se reușește, politica monetară va trebui să suplinească derapajul, ceea ce ar complica dilema ratelor dobânzii.

Odată ce creșterea economică se va relua, deficitul bugetar trebuie redus în continuare pentru a face mai mult loc sectorului privat fără a crea din nou deficite de cont curent nesustenabil de mari. Deficitul bugetar mai mic nu va altera obiectivele de dezvoltare a infrastructurii din moment ce creșterea economică sustenabilă și continuarea restructurării va permite cheltuieli bugetare tot mai mari în termeni reali, inclusiv pentru investiții. Astfel, România va putea să convergă în termeni reali cu UE fără să pericliteze obiectivul adoptării euro în 2015.