

Politica monetară în 2011

Lucian Croitoru

(Articol publicat și în Ziarul Financiar din 1 aprilie 2011)

Unii analiști cred că datorită reducerilor insuficiente în 2009 și 2010, rata dobânzii este astăzi la un nivel prea înalt, creând probleme în conceperea și conducerea politicii monetare. Eu cred că, dimpotrivă, acest nivel ajută.

Iată mai întâi viziunea acelor analiști. BNR ar fi nevoită să crească rata dobânzii peste nivelul deja prea înalt al acesteia, pentru a combate creșterea inflației. Astfel s-ar ajunge la rate ale dobânzii care ar sufoca creditarea. În viziunea lor era mai bine dacă se pornea de la rate mai mici ale dobânzii. Pentru a minimiza creșterea ratei dobânzii, spun unii analiști, BNR va vinde valută, ceea ce va aprecia leul, astfel ajutând la calmarea inflației. Dar aprecierea i-ar dezavantaja pe exportatori. Astfel, politica monetară ar fi într-un cerc vicios pe care și l-a creat singură în 2009 și 2010, când a decis reduceri inadecvate ale ratei dobânzii.

Viziunea de mai sus este greșită și contradictorie. BNR a limitat și, ulterior, a stopat reducerea ratei dobânzii pur și simplu pentru că a acordat o probabilitate mare riscurilor de materializare a presiunilor inflaționiste. Calculele noastre arată că la sfârșitul anului 2011 se poate atinge un nivel minim (nu neapărat în bandă) al ratei inflației pentru care rata reală a dobânzii *ex ante* devine moderat pozitivă, fără o creștere a ratei dobânzii de politică monetară. În scenariul în care rata dobânzii ar fi fost redusă cu mai mult în 2009 și 2010, aceeași rata reală a dobânzii *ex ante* ar putea fi atinsă în 2011 doar prin creșterea ratei dobânzii de politică monetară. Prin politica sa, BNR a minimizat orice creștere viitoare necesară pentru atingerea țintei de inflație.

Date fiind condițiile din economie, nu era rațional ca BNR să procedeze altfel. Înainte de criză, intrările mari de capitaluri au dus la creșteri speculative nesustenabile în sectorul imobiliar și la acumulări de datorii mari în valută în sectorul firmelor și în cel al gospodăriilor. Aceste evoluții au pus bazele apariției unei dileme a ratei dobânzii în cazul stopării finanțărilor externe. Dilema aceasta a funcționat până de curând.

Pe de o parte, criza a dus la spargerea bulei imobiliare. Deleveraging-ul pe partea de active a bilanțurilor a dus la căderea prețurilor la locuințe și construcții. Pentru cei care se confruntă cu scăderea prețurilor activelor, și care nu au datorii în valută, reducerile ratelor dobânzii sprijină investițiile, prețurile și ajută bilanțurile. Din punctul de vedere al acestor segmente, apărarea împotriva recesiunii se face prin reducerea dobânzilor nominale, pentru a evita creșterea *ex post* a dobânzilor reale. O creștere a ratelor reale *ex post* poate depresa economia prin redistribuirea puterii de cumpărare de la debitori la creditori, ceea ce în literatura modernă (de exemplu Bernanke și Gertler, 1995) se numește canalul bilanțier al politicii monetare¹.

Pe de altă parte, pentru o țară care se confruntă cu perspectiva unei depreciere semnificative a ratei de schimb, acest tip de apărare este riscant. Reducerea ratelor dobânzii poate ajuta cererea internă, dar poate, de asemenea, slăbi moneda. Pentru 2009, diferențialul mare al ratelor dobânzii și deficitul mare de cont curent sugerau că investitorii luau această posibilitate în considerare. Deprecierea ajută exporturile, dar mărește valoarea în lei a datoriilor externe, accentuând deleveraging-ul, cu implicații recesioniste. În România, rezultatul net al unei depreciere mai mari ar fi fost o accentuare a recesiunii. Aceste raționamente au dus la prudență în politica de reducere a ratei dobânzii în cursul anului 2009.

În anul 2010 deficitul de cont curent a scăzut dramatic, dar diferențialul de dobânzi, deși redus, a rămas totuși mare, sugerând că piețele identifică alte riscuri care pot duce la deprecierea leului. Mai ales riscul politic și incertitudinea privind implementarea de ajustări și reforme necesare. Riscul s-a materializat și a fost nevoie de creșterea TVA, ceea ce a dus la creșterea inflației și la rate ale dobânzilor negative pe partea de pasive. Acestea au slăbit ancorarea anticipațiilor inflaționiste și a făcut necesară oprirea relaxării politicii monetare.

Ce se va întâmpla în 2011? Ne confruntăm deja atât cu reluarea intrărilor de capitaluri, care apreciază leul, cât și cu creșterea anticipațiilor inflaționiste. Am anticipat aceste fenomene încă din ianuarie 2010 în articolul meu “Politica monetară în 2010”, publicat pe www.bnro.ro și pe www.standard.ro. Pe de o parte, aprecierea are un efect dezinflaționist mic, dar stimulează

¹ Ideea că modificările în bilanț pot fi un mecanism de transmisie a politicii monetare i-a aparținut lui Irving Fisher, care a avansat-o în teoria sa despre deflația datoriilor, creată pentru a explica Marea Depresie (“Booms and Depressions-Some First Principles”, Adelphi Company, Publisher, New York, 1932; „The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica* (The Econometric Society) **1** (4): 337–357, 1933).

acumularea de datorii în active străine și reduce competitivitatea exporturilor. Pe de altă parte, anticipațiile inflaționiste, amplificate și de evoluțiile prețurilor la alimente și combustibili pe plan internațional, fac necesară menținerea ratei dobânzii la un nivel relativ înalt. Fantoma dilemei ratei dobânzii din anii 2006 și 2007 bântuie deja 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. În ianuarie 2010, când se anticipa continuarea recesiunii, spuneam că „Poate această deducție îi dezamăgește pe cei care cred că în anul 2010 politica monetară nu ar trebui decât să reducă abrupt ratele dobânzii”. În 2011, din perspectiva reluării creșterii economice, politica monetară s-ar putea să-i surprindă pe cei care se gândesc la schimbări mari în rata dobânzii.