

## Un efect mai puțin dorit al scăderii ratei dobânzii?

Lucian Croitoru

Articol publicat și pe [www.hotnews.ro](http://www.hotnews.ro) pe 27 noiembrie 2014

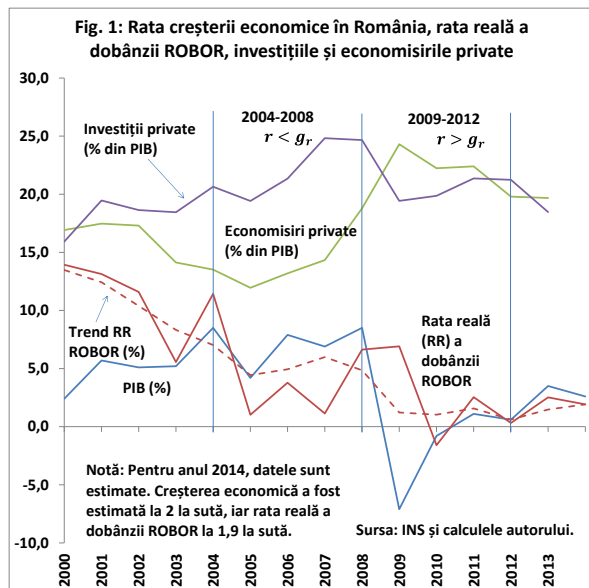
Nu orice rată reală de creștere economică, oricât de mare, este benefică. Sunt doi indicatori cu care măsurăm adecvarea creșterii. Unul este rata potențială de creștere. Comparativ cu această rată, rata actuală de creștere ( $g_A$ ) ar trebui să fie egală sau mai mare. Situația în care rata actuală este egală cu rata potențială este necesară atunci când nivelul PIB actual este egal cu nivelul PIB potențial, pentru a asigura menținerea inflației la nivelul dorit (țintă). Dacă, totuși, PIB actual este mai mic decât PIB potențial, este de dorit ca rata actuală de creștere să fie mai mare ca rata potențială, pentru a reduce șomajul cât mai repede și, implicit, pentru a crește producția actuală la nivelul potențial.

Dar poate rata actuală de creștere să fie oricât de mare fără a produce probleme? Aici intervine cel de-al doilea indicator cu care măsurăm adecvarea creșterii economice: rata reală a dobânzii ( $r$ ). Dacă în mod sistematic  $g_A \geq r$ , atunci este foarte posibil ca dacă structura economiei conduce la acumularea excesivă de capital, să apară bule financiare (Tirole, 1985)<sup>i</sup>. În acest caz, ieșirea dintr-o criză nu ar însemna nimic mai mult decât intrarea pe drumul către o alta. Este posibil ca economia românească să se înscrie pe un astfel de drum?

În 2013, creșterea PIB de 3,5 la sută a fost mai mare decât cea potențială. Pentru anii 2014 și 2015, CNP prognozează o creștere de 2,6 la sută și respectiv de 2,5 la sută, destul de apropiate de rata potențială de creștere<sup>ii</sup>. Parcă învingând forța de gravitație exercitată de stagnarea zonei euro, începând cu 2013, economia noastră tinde să crească cu rate între 2 și 4 la sută<sup>iii</sup>. Dacă aceste prognoze se vor materializa, sau dacă ratele de creștere vor fi chiar mai mari, atunci ar părea că suntem pe drumul cel bun. Inflația va fi în apropierea țintei și șomajul va continua să scadă.

Și totuși, o îngrijorare rămâne. Rata reală a dobânzii ROBOR cu maturitatea de trei luni a avut un trend scăzător, ajungând la sub 2 la sută în 2014<sup>iv</sup>. Presupunând că în viitor ratele actuale de creștere economică vor depăși în mod sistematic ratele reale ale dobânzii, atunci ar fi rațional, așa cum am menționat, să apară bule financiare. Dacă, din cauză că  $r \leq g_A$ , investitorii decid să cumpere active în loc să investească, atunci prețul activelor alese va crește. Chiar și fără îndeplinirea riguroasă a acestei condiții, bulele financiare ar apărea dacă rata reală a dobânzii ar fi relativ joasă, deoarece investitorii ar face *search for yield*. Aceasta ar fi o schimbare importantă comparativ cu situația din perioada 2009-2012, când rata reală a dobânzii a fost, în general, mai mare decât creșterea economică (Fig. 1).

În Fig. 1 se vede că teoria a fost pe deplin confirmată în practică. În perioada 2005-2008, rata de creștere a PB a fost mai mare ca rata reală a dobânzii și bulele financiare au apărut, alimentate de excesul de economisiri la nivel global<sup>v</sup>. În acea perioadă, leul s-a apreciat și prețurile caselor au crescut. După criză, în perioada 2009-2012, dat fiind că rata reală a dobânzii a tins să fie mai mare comparativ cu creșterea economică, prețul activelor a scăzut. Leul s-a depreciat, iar prețurile locuințelor și ale pământului s-au redus masiv.



O consecință a teoriei lui Tirole (1985) este că odată cu creșterea prețului activelor are loc și scăderea investițiilor. Totuși, această mișcare în sensuri opuse nu a avut loc în economia românească. În România, investițiile nu numai că nu au scăzut în perioada 2004-2008, prin reorientarea economisirilor către activele devenite subiect al bulei financiare, dar au și crescut mai repede ca PIB<sup>vi</sup>.

Cu toate acestea, într-o perioadă ca cea pe care o traversăm acum, în care sectorul privat își reduce datoriile, investițiile private ar putea continua să scadă, făcând ca excesul de economisiri private să crească (situație

similară celei curente din alte economii ale lumii, de exemplu, Japonia). În aceste condiții, nu este exclus ca deficitul bugetar structural de 1 la sută din PIB să rămână prea mic pentru a compensa surplusul privat de economisiri. Rezultatul ar fi un exces de economisiri la nivelul întregii economii, care va continua să împingă ratele reale ale dobânzii spre niveluri relativ mici.

Dacă scenariul acesta se materializează, pentru a evita recesiunea, va fi nevoie de o alegere. Pe termen scurt, fie politica monetară va reduce dobânda până la nivelul de la care bulele financiare vor apărea pentru a absorbi excesul de economisiri, fie politica fiscală va absorbi excesul de economisiri private, astfel că rata dobânzii nu va scădea până la nivelurile de la care apar bulele financiare. Din moment ce extinderea deficitului peste limitele agreeate prin tratate internaționale are șanse mici, prima opțiune este cea mai probabilă.

Din cele prezentate rezultă clar că nu are sens să combați cu politica monetară o bulă financiară, care este soluția oferită de piață pentru a rezolva problema excesului de economisiri. Dacă ar apărea un exces de economisiri, atunci cea mai bună soluție este acțiunea, adică alegerea de măsuri care să îl reducă. Lipsa unei alegeri clare ar avea consecințe negative asupra creșterii economice.

Pe termen lung, este nevoie de măsuri structurale care să stimuleze creșterea economică și să mențină ratele reale ale dobânzii la niveluri normale.

## Note

<sup>i</sup> Acestea ar fi „bule raționale”. Ele apar deoarece rata dobânzii este mai mică comparativ cu un randament alternativ al unui activ. De exemplu, o resursă foarte rară (cum ar fi aurul) sau numărul de locuințe sau birouri ce pot fi oferite în centrul aglomerat al unui oraș sunt limitate. Aceasta face ca cele două active să fie „spumoase”, adică să le crească prețul peste valoarea prezentă a fluxului de venituri viitoare, dacă venitul (PIB) crește.

Cumpărarea acestor active azi (în ritmul de creștere a venitului) pentru a fi vândute mai târziu aduce câștiguri mai mari decât rata reală a dobânzii. Același raționament este valabil și pentru activul leu. Când economia a fost invadată de capitaluri străine în perioada 2004-2008, oferta de lei a rămas relativ limitată, din cauză că, date fiind anticipațiile inflaționiste, nu avea sens ca banca centrală să mărească oferta de lei. Ca urmare, prețul activului leu a crescut de la 4,4 lei/1 euro în 2003 la 3lei/1 euro în iulie 2007.

<sup>ii</sup> Comparate cu rata medie de creștere de 1,7 la sută din perioada 2011-2013 – singura perioadă din 1990 încoace în care economia noastră nu a fost (i) fie represată financiar (1990-1996), (ii) fie invadată de capitaluri private (2000-2008), (iii) fie în recesiune (1990-1992; 1997-1999 și 2009-2010) – creșterile menționate sunt relativ mari.

<sup>iii</sup> În 2013, o parte din creșterea economică s-a datorat și recoltei agricole extrem de abundente, ceea ce nu se poate repeta decât din întâmplare.

<sup>iv</sup> În Fig. 1, se vede că rata reală a dobânzii ROBOR 3M cât și trendul acesteia (care este o aproximare a ratei naturale a dobânzii) au scăzut. De la mai mult de 13,5 la sută în 2000, rata naturală reală (trend) a coborât la aproape 0,6 la sută în 2012, pentru a urca din nou la aproape 2 la sută în 2014. Aceste evoluții arată că rata naturală a dobânzii a venit foarte mult în linie cu nivelurile existente în țările dezvoltate înainte de 2007. Mai mult, în 2012 ea a coborât suficient de aproape de zero pentru a arăta că posibilitatea coborârii ei sub zero există, chiar dacă unele influențe în acest sens au venit de pe partea ofertei. La tendința de reducere a ratei reale actuale și a ratei naturale a dobânzii au contribuit creșterea numărului de ore lucrate în medie de un angajat începând cu mijlocul anilor 90, creșterea productivității, reducerea ratei preferinței de timp începând cu 2009 (care a făcut ca economisirile private să întrecă investițiile private) și ajustarea cheltuielilor guvernamentale în ultimii ani.

<sup>v</sup> Am arătat în „Teoria și critica politicii monetare în România” condițiile care au făcut ca rata reală a dobânzii să nu poată fi crescută mai mult înainte de criză și să nu poată fi redusă mai mult în anul 2009 (Croitoru, 2014).

<sup>vi</sup> O explicație a mișcării în același sens a bulei financiare și a investițiilor este oferită de Cabalero, Farhi și Hammour (2006). Ei au arătat că în timpul unei creșteri economice speculative apare un feedback între creșterea economică și finanțare, prin care „oferta viitoare de fonduri efective crește ca rezultat al condițiilor create de o expansiune speculativă.” Astfel, în modelul lor, un episod de creștere speculativă crează fonduri crescute. Din acest motiv, o bulă speculativă apare chiar dacă rata reală a dobânzii este mai mare ca rata de creștere economică. Pentru ca bula financiară să apară în condițiile menționate este nevoie ca mai multe condiții să se îndeplinească: progresul tehnologic să genereze feedback de la creșterea economică la finanțare; regulile fiscale să genereze surplusuri fiscale sustenabile; restul lumii să aibă un potențial de expansiune mai mic; restricțiile financiare să fie relaxate de însăși expansiunea economică.

## Bibliografie

Caballero, Ricardo; Emmanuel, Farhi; Mohamad, L. Hammour (2006), “Speculative Growth: Hints from the U.S. Economy”, *American Economic Review* 96(4): 1159-1192.

Croitoru, Lucian (2014), „Teoria și critica politicii monetare în România”, <http://www.bnro.ro/Studii,-analize,-puncte-de-vedere-4009.aspx>

Tirole, Jean (1985), “Asset Bubbles and Overlapping Generations”, *Econometrica* 53(6), pp. 1499-1528.