

Casetă

Mecanismul de transmisie a ratelor dobânzilor

Înțelegerea transmisiei modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară către ratele dobânzilor practicate de bănci pentru clienți (populație și companii) este esențială pentru cunoașterea modului în care acțiunea politicii monetare afectează economia. Ea capătă o importanță sporită în contextul crizei financiare internaționale, care a generat o relativă slăbire⁴⁶ a *pass-through*-ului ratelor dobânzilor, de natură să complice procesul de adecvare a *stance*-ului și a manierei de implementare a politicii monetare a BNR, dar și a altor bănci centrale.

Investigarea caracteristicilor transmisiei ratelor dobânzilor a fost realizată utilizând un model de corecție a erorilor (*error-correction model*):

$$\Delta r_t = \sum_{i=1}^k \lambda_i \Delta r_{t-i} + \sum_{j=0}^l \gamma_j \Delta m_{t-j} + \alpha(r_{t-1} - \mu - \beta m_{t-1}) + \varepsilon_t,$$

unde r reprezintă rata dobânzii la creditele/depozitele clienților nebancari, m este rata dobânzii de pe piața monetară, coeficientul γ_0 cuantifică *pass-through*-ul imediat, coeficienții λ determină răspunsul ratei dobânzii la credite/depozite la propriile variații din perioadele anterioare, α este viteza de ajustare către relația de echilibru pe termen lung, β reprezintă *pass-through*-ul pe termen lung, iar μ este marja dintre ratele dobânzilor la credite/depozite și rata dobânzii de pe piața monetară. Analiza s-a realizat pe baza valorilor lunare ale ratelor dobânzilor la creditele noi/depozitele noi la termen ale populației și respectiv ale societăților nefinanciare, aferente perioadei mai 2003 - decembrie 2009; calitatea de rată a dobânzii reprezentative de pe piața monetară interbancară a fost atribuită cotației ROBOR3M, care a prezentat în general cea mai strânsă corelație cu ratele dobânzilor pentru clienții nebancari.

Transmisia pe termen lung a variațiilor ratelor dobânzilor interbancare asupra celor la creditele noi a fost supraunitară pe ambele sectoare principale de clientelă (Tabelul 1). Evidențele empirice – care par să indice un comportament pronunțat prociclic al instituțiilor de credit – reflectă interacțiunea dintre condițiile macroeconomice și cele financiare specifice perioadei analizate; în cadrul celor din urmă, un rol important au avut evoluția percepției de risc asociat de instituțiile de credit clienței nebancare (inclusiv sub influența unor factori de natură structurală) și implicit a primei aferente. În schimb, în cazul ratelor dobânzilor la depozitele noi *pass-through*-ul pe termen lung a fost incomplet, acestea receptând doar aproximativ 80 la sută din modificările ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare pe segmentul populației și circa 90 la sută pe cel al societăților nefinanciare (Tabelul 2)⁴⁷. O posibilă explicație o constituie faptul că cea mai mare parte a perioadei analizate a fost caracterizată de persistența unui surplus de lichiditate în sistemul bancar, precum și de accesul facil al instituțiilor de credit la finanțarea externă.

Transmisia pe termen scurt a prezentat trăsături diferite din perspectiva celor două categorii de clienți/produse bancare. Ratele dobânzilor la creditele și respectiv depozitele la termen noi ale societăților nefinanciare au preluat imediat aproximativ jumătate din variația ratelor dobânzilor interbancare; reacția a fost mai puternică decât cea a ratelor de dobândă comparabile de pe segmentul populației, în cazul cărora transmisia a fost de doar aproximativ 20 la sută. O posibilă explicație o constituie structura diferită a contractelor de credit/depozit pe cele două sectoare: (i) cvasitotalitatea creditelor noi acordate societăților nefinanciare au rată variabilă de dobândă sau rată fixă de dobândă pe o perioadă de sub un an, în timp ce pe segmentul populației aceste categorii de credite au o pondere mai redusă; (ii) în privința depozitelor noi, este posibil ca populația să prefere plasamentele la termen cu rate fixe de dobândă, în detrimentul celor cu rate variabile. Totodată, diferența de transmisie pe termen scurt poate fi atribuită și prevalenței practicii indexării directe a ratelor dobânzilor la creditele/depozitele companiilor în funcție de cotațiile pieței monetare interbancare, dar și concurenței mai ridicate pe acest segment - datorată inclusiv capacității superioare de negociere a societăților nefinanciare comparativ cu cea de care dispune populația (decurgând, printre altele, din posibilitatea accesării cu o mai mare ușurință a produselor alternative de finanțare/plasament).

În același timp, ratele dobânzilor la depozite au tins să se ajusteze înaintea celor la credite. Comportamentul - favorizat de persistența excedentului de lichiditate din sistemul bancar - ar putea reflecta preocuparea instituțiilor de credit pentru conservarea marjelor de intermediere, în condițiile în care pe parcursul celei mai mari părți a perioadei analizate cotațiile interbancare au fost în scădere.

⁴⁶ Motivele acesteia au fost discutate în edițiile anterioare ale *Raportului asupra inflației*.

⁴⁷ În cazul ratelor dobânzilor la depozite nu a putut fi atestată o relație stabilă pe termen lung (de cointegrare) cu ratele dobânzilor de pe piața monetară interbancară. În consecință, a fost utilizat un model ce nu include termenul de corecție a erorilor.

Intensificarea crizei financiare globale în toamna anului 2008 și propagarea efectelor acesteia asupra pieței financiare locale par să fi afectat temporar *pass-through*-ul ratelor dobânzilor. Creșterea tranzitorie a volatilității cotațiilor interbancare s-a reflectat în slăbirea reacției pe termen scurt a ratelor dobânzilor pentru clienți, îndeosebi pe segmentul populației. O distorsionare notabilă au consemnat ratele dobânzilor la depozitele noi, majorate de către instituțiile de credit substanțial peste valorile așteptate pe baza comportamentului istoric; evoluția a reflectat atât temerile băncilor privind reducerea surselor de finanțare externă, cât și preocuparea lor pentru ajustarea raportului credite/depozite, al cărui nivel nesustenabil devenise o serioasă vulnerabilitate în contextul crizei financiare.

În perspectivă, este posibil ca transmisia ratelor dobânzilor la nivelul creditelor noi ale persoanelor fizice să recepteze impactul modificării recente a cadrului legislativ aplicabil contractelor de credit pentru consumatori⁴⁸. Pe termen scurt, ajustarea de către instituțiile de credit a structurii costurilor împrumuturilor acordate populației ar putea conduce la o creștere tranzitorie a rigidității ratelor dobânzilor pe acest segment. Pe un orizont de timp mai îndelungat, eliminarea/limitarea comisioanelor de rambursare anticipată ar putea stimula concurența, cu efecte pozitive atât asupra transmisiei pe termen lung, cât și a celei pe termen scurt. Totodată, legarea explicită a ratelor variabile de dobândă de indicii de referință ai pieței monetare este de natură să amelioreze, *ceteris paribus*, transmisia pe termen scurt. Comportamentul ratelor dobânzilor la depozitele la termen ar putea la rândul său să fie afectat temporar de aplicarea cotei de impozitare de 16 la sută asupra câștigurilor aduse de aceste plasamente, începând cu 1 iulie 2010.

Tabel 1. Transmisia ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare asupra ratelor dobânzilor la creditele noi

	<i>Pass-through</i> imediat	<i>Pass-through</i> pe termen lung	Viteza de ajustare	Test de cointegrare (Boswijk)
Rata dobânzii la creditele populației				
2003 m5: 2008 m9	0,36 (0,17) **	1,63 (0,12) ***	-0,16 (0,04) ***	24,47***
2003 m5: 2009 m12	0,20 (0,09) **	1,57 (0,10) ***	-0,17 (0,02) ***	66,78***
Rata dobânzii la creditele societăților nefinanciare				
2003 m5: 2008 m9	0,51 (0,14) ***	1,26 (0,07) ***	-0,22 (0,04) ***	31,95***
2003 m5: 2009 m12	0,45 (0,05) ***	1,20 (0,06) ***	-0,21 (0,04) ***	41,93***

Tabel 2. Transmisia ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare asupra ratelor dobânzilor la depozitele noi

	<i>Pass-through</i> imediat	<i>Pass-through</i> pe termen lung
Rata dobânzii la depozitele populației		
2003 m5: 2008 m9	0,27 (0,16) *	0,78 (0,11)
2003 m5: 2009 m12	0,21 (0,07) ***	0,80 (0,11)
Rata dobânzii la depozitele societăților nefinanciare		
2003 m5: 2008 m9	0,62 (0,16) ***	0,87 (0,11)
2003 m5: 2009 m12	0,60 (0,13) ***	0,90 (0,10)

Deviațiile standard sunt prezentate în paranteze. În cazul ratelor dobânzilor la depozite, deviația standard pentru *pass-through*-ul pe termen lung este calculată utilizând metoda “delta”.

***, **, * denotă semnificația la nivelurile de 1%, 5% și 10%

În cazul eșantionului complet, în model a fost inclusă o variabilă *dummy* pentru a controla efectul manifestării cu intensitate a efectelor crizei financiare globale pe piața financiară locală începând din luna octombrie 2008.

⁴⁸ Instituită de Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 50/2010.