

# **Politica ratei dobânzii și povara creditelor**

**Lucian Croitoru**

*17 februarie 2014*

În ultima perioadă s-a redeschis dezbaterea despre „nivelul corect” al ratei dobânzii de politică monetară. Pe scurt, spun unii analiști, ar fi trebuit ca rata dobânzii să fie redusă agresiv atunci când producția a început să se prăbușească. În viziunea lor, pentru că nu a reacționat agresiv, politica monetară este vinovată de a fi contribuit la adâncirea recesiunii și la creșterea poverii creditelor. Pentru cei care nu sunt familiarizați cu știința și arta politicii monetare această concluzie poate părea corectă. Dar în mod cert, pentru unii politicieni, această concluzie este convenabilă.

Eu am arătat cu argumente științifice solide, inclusiv cantitative, că această critică este profund greșită. Oricine dorește să înțeleagă argumentația mea, poate consulta lucrarea *Teoria și critica politicii monetare în România*. În acea lucrare am arătat că banca centrală nu a fost obsedată de reducerea inflației, cu prețul adâncirii economiei în recesiune. Am arătat că, dimpotrivă, o reducere agresivă a ratei dobânzii ar fi accentuat recesiunea. Aici mă voi rezuma la prezentarea pe scurt a principalelor argumente care demonstrează că banca centrală a menținut un bun echilibru între inflație și producție. Procedând astfel, BNR a contribuit la minimizarea pierderilor de bunăstare în timpul crizei. (Cititorii cărora nu le plac cifrele și corelațiile macroeconomice pot sări următoarele 8 puncte, mergând direct la concluzii).

### ***Argumentele***

1. BNR a practicat o politică a ratei dobânzii care a ținut să asigure atât minimizarea deviației inflației de la țintă, cât și pe cea a producției de la nivelul potențial, adică de la acel nivel care asigură stabilitatea inflației. Teoria științifică a politicii monetare arată că, pe termen scurt, în funcție de natura șocului, între inflație și producție poate exista un compromis. În opinia mea, BNR nu a acționat în spiritul filozofiei conform căreia stabilizarea cu orice preț a inflației duce automat și la stabilizarea producției. În schimb, înainte de criză, unii analiști au criticat BNR pentru că nu a stabilit inflația cu orice preț, deși cea mai mare parte a puseurilor inflaționiste din acea perioadă au apărut pe partea ofertei agregate, dificil de atenuat prin politici ale băncii centrale.

2. În 2008 T3, adică cu doar un trimestru înainte de a intra în recesiune, economia avea următorii parametri: PIB efectiv trimestrial anualizat era cu 10 la sută mai mare decât PIB potențial (gap-ul PIB pozitiv); inflația era mai mare decât ținta cu 4,3 pp (adică, deviația inflației anuale IPC de la țintă (DIPC) era de 4,3 pp); anticipațiile inflaționiste explicau 0,8 pp din DIPC, iar gap-ul de producție aproximativ 1,6 pp. Acum știm că economia a intrat în recesiune în 2008 T4, când a scăzut cu 2 la sută față de trimestrul anterior și a scăzut cu încă 6,8 la sută în 2009. În anul 2009, parametrii de mai sus s-au modificat astfel: gap-ul PIB a rămas pozitiv (1,4 la sută în medie); DIPC a scăzut la aproape 2 pp, din care anticipațiile inflaționiste explicau aproape 1 pp, iar gap-ul PIB 0,7 pp.

3. Rata dobânzii de politică monetară a crescut de la o medie de 10,17 la sută în 2008 T3 la 10,25 la sută în 2008 T4, după care a urmat o succesiune de reduceri relativ mici, care au plasat rata dobânzii la o medie de 9,14 la sută în 2009.

4. Evoluțiile de mai sus sunt suficiente pentru a înțelege că politica ratei dobânzii în perioada de recesiune profundă (2008 T4-2009T4) a fost corectă. Plasarea producției peste potențial și sporirea contribuției anticipațiilor inflaționiste - în principal pe fondul deprecierei leului ca efect al crizei financiare - la plasarea inflației anuale IPC peste țintă nu permitea reducerea ratei dobânzii fără accentuarea pierderilor de bunăstare.

5. Pierderea de bunăstare ar fi venit în special de la o accentuare a deprecierei leului, care ar fi urmat unei reduceri mai abrupte a ratei dobânzii. Deprecierea ar fi crescut datoria în lei a gospodăriilor și firmelor, accentuând recesiunea și pierderea de locuri de muncă. Creșterea consumului sau a investițiilor care să compenseze aceste efecte nu ar fi apărut din moment ce în perioada imediat următoare declanșării crizei canalele tradiționale de transmisie în economie a reducerii ratei dobânzii de politică monetară aproape că se obturaseră.

6. În sfârșit, unii au criticat faptul că rata dobânzii a fost redusă prea lent după 2009. Rata medie a dobânzii a fost menținută la 6,25 la sută în fiecare trimestru din perioada 2010 T3-2011 T3 și la 5,25 la sută în fiecare trimestru din perioada 2012 T2-2013 T3. Critica menționată a invocat în special două elemente: (i) scăderea PIB efectiv trimestrial anualizat sub potențial (după calculele noastre nivelul PIB este sub potențial începând din 2010 T1); (ii) contribuția preponderentă (în perioadele menționate) la deviația inflației de la țintă a produselor cu prețuri volatile (legume, ouă, fructe, combustibili) sau a produselor cu prețuri influențate mai ales de alte politici, și nu de interacțiunea dintre cerere și ofertă (tutun, alcool, produse cu prețuri administrate).

7. Totuși, nici această critică nu este corectă. Iată trei argumente care sprijină această concluzie: (i) în perioadele menționate, contribuțiile anticipațiilor inflaționiste la DIPC au fost fie relativ mari (1,42 pp pe baze trimestriale anualizate în perioada 2010 T3- 2011 T2<sup>1</sup>), fie în creștere către niveluri relativ mari; (ii) în 2010, reducerea deficitului bugetar devenise imperios necesară și, regretabil, creșterea TVA cu 5 pp, la 24 la sută, nu a putut fi evitată în trimestrul III al aceluși an. Această măsură a contribuit cu aproape 4,9 pp la DIPC în 2010 T3, riscând să determine efecte de runda a doua asupra inflației. După creșterea TVA, media inflației anticipate a crescut cu 2,1 pp în următoarele 4 trimestre, la 6,9 la sută. Dacă, în mod illogic din perspectiva contribuției factorilor menționați la deviația inflației, ar fi redus rata dobânzii, BNR ar fi acționat împotriva necesității obiective ca România să reducă deficitul bugetar la dimensiuni finanțabile în mod sustenabil; în sfârșit, (iii) BNR a redus rata dobânzii de la 6,25 la sută la 5,25 la sută exact în perioada 2011 T4-2012 T2, neîntârziind să exploateze fereastra de oportunitate oferită de scăderea în acea perioadă a anticipațiilor inflaționiste.

8. În final trebuie menționat că, după intrarea economiei în recesiune, BNR a vândut multe miliarde de euro din cele cumpărate înainte de criză. Aceste vânzări au contribuit la evitarea accentuării deprecierei leului. Fără ele, ratele dobânzii ar fi fost mai mari, pentru a tempera inflația suplimentară care ar fi apărut pe ruta inflației importate.

---

<sup>1</sup> Cea mai mare contribuție înregistrată vreodată de anticipațiile inflaționiste după anul 2002.

## Concluzii

Datele prezentate sprijină concluzia pe care am formulat-o în diverse părți în *Teoria și critica politicii monetare în România*: „... rata dobânzii relativ înaltă a contribuit la minimizarea efectelor contracționiste. Rata relativ înaltă a dobânzii și vânzările de valută ale băncii centrale au împiedicat o depreciere relativ mare a leului, care ar fi tensionat bilanțurile firmelor și gospodăriilor puternic îndatorate în valută. Astfel, politica monetară a evitat adâncirea recesiunii. Efectele expansioniste ale unei rate a dobânzii mai mici ar fi fost întrecute de efectele contracționiste ale unei depreciere mai mari a leului” (p. 33). Sau, pentru a ne referi la perioade distincte, „în perioada cuprinsă între 2008 T4, când economia a scăzut pe baze trimestriale pentru prima dată, și 2010 T1, când gap-ul de producție a devenit negativ, o scădere mai abruptă a ratei dobânzii ar fi accentuat recesiunea. Efectele negative asupra bilanțurilor entităților îndatorate în valută ale deprecierei leului rezultată din reducerea mai abruptă a ratei dobânzii ar fi fost mai mari decât efectele pozitive asupra stimulării exporturilor.”

Citatele de mai sus au fost alese și de Ciprian Botea, Claudia Medrega, Cristina Roșca și Radu Bostan, care le-au inclus în articolul lor intitulat *Au trecut cinci ani, dar întrebarea rămâne: putea fi redusă povara creditelor imediat după ce a început criza în România?*, publicat în Ziarul Financiar din 14 februarie 2014.

În încheiere vreau să traduc subtilitatea cuprinsă în titlul articolului lor. A reduce „povara creditelor” implică distincția între creditele în valută și creditele în lei. O rată a dobânzii relativ înaltă are, în principiu, două efecte contradictorii. Pe de o parte, mărește serviciul datoriei la creditele în lei și/sau descurajează contractarea de noi credite. Pe de altă parte, temperează deprecierea monedei, reducând, astfel, serviciul datoriei la creditele în valută. Există, deci, un compromis între cele două.

În România, când economia a intrat în recesiune, stocul de credite în euro era semnificativ mai mare decât cel al creditelor în lei. La fel era și fluxul creditelor în valută comparativ cu cel al creditelor în lei. Mai mult, numărul celor cu datorii în euro era semnificativ mai mare decât numărul celor îndatorați în lei. Rezultă că menținerea ratei dobânzii la niveluri relativ înalte din motivele arătate la punctele 1. – 7. a fost benefică pentru cea mai mare parte a gospodăriilor și firmelor plătitoare de rate la credite.

În lumina acestei analize este clar că, în termeni agregați neți, politica ratei dobânzii a avut și consecința pozitivă a reducerii poverii creditelor imediat după criză. Această afirmație este adevărată nu numai pentru cei îndatorați în valută, ci și pentru cei cu credite în lei. Vânzările de valută ale BNR și politica ratei dobânzii au evitat depreciere relativ mari ale leului și, astfel, accentuarea recesiunii pe ruta deteriorării bilanțurilor celor îndatorați în valută. Severitatea astfel redusă a recesiunii a fost benefică și pentru cei cu datorii în lei. Cei care și-au păstrat locul de muncă datorită acestei politici au suportat mai ușor serviciul datoriei acumulate anterior intrării economiei noastre în recesiune.

## Bibliografie

Botea, Ciprian; Claudia Medrega; Cristina Roșca; Radu Bostan (2014), „Au trecut cinci ani, dar întrebarea rămâne: putea fi redusă povara creditelor imediat după ce a început criza în România?” Ziarul Financiar, 14 februarie.

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