

Este nevoie de o reducere a ratei dobânzii

Lucian Croitoru

Punct de vedere publicat pe hotnews.ro, 1 august 2014

În acest an, pentru prima dată în ultimii 10 ani, politica fiscală va deveni contraciclică. Astfel, pentru prima dată în intervalul menționat, politica monetară și politica fiscală vor fi concomitent contraciclice. În cele ce urmează voi arăta care a fost drumul către acest rezultat, ce condiții îl acompaniază și dacă acestea din urmă cer sau nu o reducere a ratei dobânzii la ședința din 4 august 2014 a Consiliului de Administrație (CA) al BNR.

În România, banca centrală nu a fost nevoită să reducă rata dobânzii la zero, așa cum au fost nevoite băncile centrale din unele țări dezvoltate. În schimb, la începutul crizei, au existat ieșiri mari de capitaluri private și datoria externă pe termen scurt a rămas relativ înaltă ca procent din PIB, crescând nevoia de finanțare externă a României. Această din urmă nevoie și Pactul de Stabilitate și Creștere au făcut inevitabilă întărirea politicii fiscale (impuls fiscal negativ) în fiecare an începând cu 2010, în ciuda recesiunii. Astfel, politica fiscală a rămas prociclică, contribuind la accentuarea recesiunii.

Totuși, efectele contracționiste ale politicii fiscale au fost atenuate parțial de tendința de relaxare graduală a politicii monetare, reflectată în gap-urile negative ale ratei reale a dobânzii de politică monetară începând cu 2010. Relaxarea a fost posibilă pe măsură ce anticipațiile inflaționiste și alți factori și-au temperat contribuția la creșterea inflației. În prezent, rata dobânzii de politică monetară este de 3,5 la sută, cel mai mic nivel din ultimii 25 de ani. Această combinație între reducerea graduală a deficitului bugetar și relaxarea graduală a politicii monetare a fost apreciată de investitori și economia și-a reluat creșterea economică, deși la rate reduse.

Anul acesta este foarte probabil ca impulsul fiscal să devină ușor pozitiv¹ și să rămână așa pentru următorii câțiva ani², stimulând marginal creșterea economică pentru prima dată după patru ani. Această schimbare a devenit însă posibilă datorită ajustărilor fiscale anterioare, dintre care cea mai importantă a avut loc în 2010.

În același timp, datele arată că inflația își accelerează coborârea (inclusiv sub impactul reducerii TVA la pâine și a unei recolte agricole peste medie), cu șanse bune de a fi ușor sub doi la sută la sfârșitul anului. Acest nivel este destul de aproape de limita de jos (1,5 la sută) a benzii țintite de BNR, iar anticipațiile inflaționiste nu au fost niciodată mai mici. Se pare că forța de gravitație pe care zona euro, confruntată cu presiuni deflaționiste, o exercită asupra

¹ Reducerea CAS contribuie la trecerea impulsului fiscal în teritoriul pozitiv.

² Probabil că impulsul fiscal va fi doar cu puțin mai mare ca zero în următorii doi ani. Totuși, comparativ cu nivelurile negative înregistrate în anii anteriori, chiar și un impuls neutru este benefic din perspectiva creșterii economice. Menționez totuși că impulsul fiscal va redeveni negativ în 2015, după care va rămâne neutru, dacă e să respectăm în mod strict angajamentele asumate.

inflațiilor din economiile emergente ale UE este, așa cum doar puțini au anticipat, destul de puternică.

Politicile monetare neconvenționale promovate de BCE pentru a reduce tensiunile de pe piețele financiare și presiunile deflaționiste au fost și sunt binevenite, dar eficiența lor este scăzută din cauză că reduc nevoia imediată de ajustare. Fără presiune imediată asupra lor, guvernele din unele țări din zona euro au amânat ajustările fiscale și/sau reformele structurale când BCE a exersat programele de „relaxare cantitativă” în 2011 și în 2013. În consecință, datoriile publice au scăzut prea încet, iar creșterea economică a rămas prea joasă. Este nevoie de multă responsabilitate din partea guvernelor dacă vor ca politicile de relaxare cantitativă ale BCE să contribuie la reluarea sustenabilă a creșterii economice. Acest deziderat are însă un serios adversar în populismul în creștere.

Revenind la România, cele două schimbări (impulsul fiscal pozitiv și accelerarea reducerii inflației) au loc concomitent cu revenirea intrărilor de capitaluri la niveluri suficient de mari pentru a exercita presiuni pentru aprecierea leului și pentru a menține un excedent structural de lichiditate pe piața monetară. În România, presiunile pentru aprecierea monedei și excedentul de lichiditate nu apar împreună decât temporar, dar pot coexista pentru mai mult timp dacă există automulțumire (complacency) pe piețele de capital. Așa a fost înainte de criză și este posibil să fie din nou așa dat fiind că volatilitatea foarte redusă și prețul relativ mare al acțiunilor indică un boom al pieței de capital din SUA.

Care sunt opțiunile BNR într-o astfel de situație? Depinde foarte mult de cum va reacționa politica monetară a SUA. Fed-ul este reticent în a combate boom-ul de pe piețele de capital prin creșterea ratei dobânzii³ și probabil că va continua relaxările cantitative pentru o perioadă și în 2015, chiar dacă la niveluri reduse. Până atunci, prețul bond-urilor nu va înregistra scăderi importante și nu vom avea o creștere semnificativă a randamentelor. Aceasta înseamnă că intrările de capitaluri în România vor continua mai mult sau mai puțin la nivelurile actuale.

În aceste condiții, tendința lichidității de a fi în exces în anumite perioade și presiunile pentru aprecierea monedei vor continua. O monedă mai apreciată reduce exporturile, dar relaxează bilanțurile celor îndatorați în valută. Din acest motiv, efectele aprecierii asupra creșterii economice sunt mai degrabă incerte, deși gradul încă relativ înalt de îndatorare în valută ar putea indica un efect ușor pozitiv.

Excesul de lichiditate va continua să mențină o discrepanță între ratele dobânzilor pe piața monetară și actuala rată a dobânzii de politică monetară de 3,5 la sută. O reducere a acestei rate ar produce două efecte. Unu, ar permite ca egalitatea dintre ratele dobânzii de pe piața interbancară și rata dobânzii de politică monetară să se obțină cu un efort relativ redus de sterilizare. Doi, reducerea în continuare a ratei dobânzii de politică monetară ar tempera intrările de capitaluri, ceea ce ar reduce presiunea pentru aprecierea leului sau chiar o ușoară depreciere. Pe această rută, efectele reducerii ratei dobânzii sunt mai degrabă incerte, deși dat

³ În opinia mea, temperarea unui boom nu este posibilă prin creșterea ratei dobânzii, astfel că apreciez abordarea Fed-ului ca fiind corectă.

fiind gradul de îndatorare în valută a firmelor și gospodăriilor, efectele ar putea fi ușor nefavorabile. Totuși, efectele reducerii ratei dobânzii asupra creșterii economice ar putea fi pozitive și mult mai puternice pe canalul creditului.

Problemele nerezolvate ale crizei, modificările climei și evoluția conflictelor armate în desfășurare pot produce multe surprize la nivelul economiei mondiale. Din acest motiv, este dificil de anticipat dacă o eventuala opțiune pentru reducerea ratei dobânzii la întâlnirea de luni a CA al BNR va marca începutul unui nou ciclu de relaxări. Este posibil ca o eventuală reducere a ratei dobânzii să fie doar unul dintre foarte pușinii pași într-o direcție pe care datele disponibile în prezent ne permit să o identificăm ca bună.