

CAIETE DE STUDII

Nr. 25

August 2009

ISBN 1224-4449

Notă

Opiniile prezentate în această lucrare aparțin în întregime autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.

Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.

ȚINTIREA DIRECTĂ A INFLAȚIEI ÎN ROMÂNIA

**Lucrarea a fost realizată sub coordonarea dr. Cristian Popa,
de un colectiv din cadrul Direcției Politică Monetară și Modelare Macroeconomică
format din: dr. Cezar Boțel, dr. Dorina Antohi, Ioana Udrea, dr. Tudor Grosu,
Mihai Copaciu, dr. Anca Gălățescu.**

Cuprins

I. Adoptarea de către BNR a strategiei de țintire directă a inflației	7
I.1. Scurt istoric al opțiunii BNR de a adopta strategia de țintire directă a inflației	7
I.2. Principalele argumente în favoarea adoptării strategiei de țintire directă a inflației.....	8
I.3. Pregătirea introducerii strategiei de țintire directă a inflației	10
I.3.1. Îndeplinirea condițiilor trecerii la țintirea directă a inflației.....	11
I.3.2. Stabilirea caracteristicilor tehnice majore ale strategiei de țintire directă a inflației adoptate de BNR	14
I.3.3. Crearea/adaptarea structurilor instituționale necesare implementării strategiei de țintire a inflației	18
I.3.4. Dezvoltarea capacității de prognoză în cadrul BNR.....	19
I.3.5. Instrumentele de comunicare utilizate în cadrul strategiei de țintire a inflației	20
I.3.6. Ciclurile trimestriale experimentale de analiză și prognoză pentru țintirea inflației.....	21
I.4. Adoptarea oficială a strategiei de țintire a inflației.....	21
II. Procesul de analiză, prognoză și decizie de politică monetară în perioada august 2005–mai 2009	22
II.1. Cadrul general de analiză și prognoză pentru fundamentarea deciziei de politică monetară	22
II.1.1. Calendarul privind desfășurarea activităților în cadrul ciclului trimestrial de analiză și proiecție macroeconomică	24
II.1.1.1. Componența echipei de proiecție și responsabilitățile specifice	24
II.1.1.2. Structurile decizionale ale BNR: Comitetul de politică monetară și Consiliul de administrație	26
II.1.2. Cadrul tehnic al activității de prognoză macroeconomică.....	28
II.1.2.1. Prezentarea modelelor utilizate pentru realizarea proiecțiilor macroeconomice.....	28
II.1.2.2. Perspectivele privind dezvoltarea modelelor de prognoză	29
II.2. Stabilirea țintelor de inflație și adecvarea instrumentelor politicii monetare	31
II.2.1. Stabilirea țintelor de inflație	31
II.2.2. Îndeplinirea țintelor de inflație	33
II.2.3. Cadrul operațional al politicii monetare	40
Concluzii	45
Grafice	47

I. Adoptarea de către BNR a strategiei de țintire directă a inflației

Banca Națională a României a adoptat în mod oficial strategia de țintire directă a inflației (eng. *inflation targeting*) în luna august 2005. Această strategie este considerată de teoria de specialitate și de practica implementării politicii monetare drept un cadru care permite unei bănci centrale să exercite un „discreționarism constrâns”¹, în care rolul de ancoră nominală este îndeplinit de țintele de inflație. Totodată, țintirea directă a inflației este considerată a fi strategia în care politica monetară este conectată la termenul mediu și la cel lung fără ca prin aceasta capacitatea ei de a reacționa la evoluțiile pe termen scurt să fie diminuată; astfel, țintirea directă a inflației realizează o conciliere între disciplina și responsabilitatea impuse de regulile rigide, pe de o parte, și flexibilitatea permisă de abordarea discreționară, pe de altă parte. În accepțiunea largă, funcțiile majore îndeplinite de această strategie sunt: (i) îmbunătățirea comunicării dintre decidenții de politică monetară și public și (ii) asigurarea disciplinei și a responsabilității în elaborarea politicii monetare.

I.1. Scurt istoric al opțiunii BNR de a adopta strategia de țintire directă a inflației

Problematica abandonării treptate a strategiei bazate pe ancora monetară (eng. *monetary targeting*) și implicit a trecerii la o altă strategie de politică monetară a fost abordată și discutată de BNR încă din anul 2000, opțiunile majore ale băncii centrale fiind integrate în conținutul *Strategiei naționale de dezvoltare economică a României pe termen mediu* elaborate de autoritățile române.

Un an mai târziu, în cadrul primului Program economic de preaderare (PEP) întocmit de Guvernul României în contextul procesului de negociere a aderării României la UE, țintirea directă a inflației a fost prezentată ca primă opțiune de strategie de politică monetară pe care BNR intenționa să o adopte în perioada 2003-2004: „*Țintirea directă a inflației este prima opțiune de strategie de politică monetară pe care BNR o are în vedere pentru etapa a doua*².... În etapa 2003-2004, se va putea avea în vedere, însă, și o altă opțiune de regim de curs de schimb și implicit de strategie de politică monetară, dacă nu se va reuși îndeplinirea tuturor condițiilor impuse de trecerea la țintirea directă a inflației. Alternativa ar fi adoptarea unui regim de curs de schimb mai predictibil, date fiind perspectivele favorabile ale relaxării constrângerii externe, inclusiv prin câștigurile de productivitate pe care le vor genera politicile structurale; acesta va potența stabilitatea ratei de schimb, contribuind și la consolidarea procesului dezinflației. Avantajele și dezavantajele celor două regimuri alternative de politică monetară țin de selectivitatea răspunsului față de diversele tipuri de șocuri ce pot apărea, de transparența definiției și sferele distincte de cuprindere ale instrumentelor folosite și nu în ultimul rând de controlabilitatea în măsuri diferite a țintelor urmărite”.

În a doua ediție a *Programului economic de preaderare* (2002), banca centrală și-a exprimat însă ferm opțiunea în favoarea țintirii directe a inflației, aceasta fiind considerată din acel moment drept cea mai viabilă alternativă la strategia de politică monetară aflată în vigoare. Trecerea la un

¹ Formulă care are în vedere disputa teoretică reguli vs. discreționarism (eng. *rules versus discretion*).

² Perioada 2003-2004, în condițiile în care pentru prima etapă - perioada 2001-2002 - se prefigura menținerea strategiei bazate pe ancora monetară.

regim de curs de schimb mai predictibil și, implicit, la o strategie de politică monetară bazată pe rata de schimb nu mai era considerată o reală opțiune pentru BNR, în principal deoarece aceasta „ar fi în contradicție cu procesul de liberalizare graduală a mișcărilor de capital, ceea ce ar submina sustenabilitatea și eficacitatea acestei strategii”.

Gradul insuficient de îndeplinire a unor precondiții specifice esențiale a impus, totuși, o reconsiderare ulterioară a momentului inițial prevăzut pentru trecerea la strategia de țintire directă a inflației. Astfel, în contextul evaluărilor care au stat la baza elaborării Programului economic de preaderare 2003 s-a stabilit drept țintă temporală pentru adoptarea noii strategii anul 2005, aceasta fiind reiterată și în ediția din 2004 a PEP. Angajamentul BNR pentru trecerea la țintirea directă a inflației a rămas ferm în această perioadă, în cadrul edițiilor succesive ale acestor programe menționându-se următoarele: „Creșterea transparenței și a responsabilității politicii monetare, pe care această strategie o presupune, va potența eficacitatea politicii monetare în combaterea inflației, inclusiv prin efectul de atenuare a anticipațiilor – puternic inerțiale - care alimentează creșterea prețurilor. De asemenea, adoptarea acestei strategii va acorda o mai mare flexibilitate băncii centrale în utilizarea instrumentelor politicii monetare, permițând adaptarea acesteia la natura șocurilor care amenință atingerea țintei stabilite”.

Conform hotărârii Consiliului de administrație al BNR, prevederilor Programului economic de preaderare a României și aspectelor convenite de banca centrală cu FMI³ în anul 2004, BNR a adoptat în al doilea semestru al anului 2005 strategia de țintire directă a inflației. Banca centrală și-a asumat, astfel, în mod mai clar sarcina de a urmări consecvent realizarea obiectivului său fundamental, responsabilitatea sa în atingerea țintei de inflație fiind, de asemenea, mai bine evidențiată. Noul regim de politică monetară a fost adoptat în luna august, doar după finalizarea unui proces îndelungat de pregătire, a cărei ultimă etapă a constituit-o crearea și testarea funcționării cadrului de analiză economică și de decizie a politicii monetare specific țintirii directe a inflației⁴.

I.2. Principalele argumente în favoarea adoptării strategiei de țintire directă a inflației

În favoarea adoptării de către BNR a strategiei de țintire directă a inflației au pledat două categorii majore de argumente.

A. Argumente legate de eficacitatea redusă a strategiei bazate pe ancora monetară, adoptată *de jure* de către BNR, conform căreia, obiectivul fundamental al politicii monetare a BNR era asigurarea stabilității prețurilor⁵, masa monetară fiind desemnată obiectivul intermediar, iar baza monetară, obiectivul operațional al acestei politici. Insuficienta eficacitate a strategiei bazate pe ancora monetară s-a datorat în principal instabilității și impredictibilității cererii de bani (afectată de rapidele transformări structurale și instituționale, precum și de evoluția procesului de

³ Prin intermediul Memorandumului suplimentar de politici economice și financiare atașat Acordului *Stand-by* aprobat de FMI în 7 iulie 2004, dar și în cadrul discuțiilor purtate în contextul asistenței tehnice oferite Băncii Naționale a României de către FMI începând cu anul 2004.

⁴ Demersurile BNR de creare a cadrului organizatoric și tehnic necesar implementării noii strategii de politică monetară au durat 16 luni și au beneficiat de asistență tehnică acordată de Fondul Monetar Internațional.

⁵ Statutul BNR în vigoare la acea dată prevedea drept obiectiv fundamental al BNR „asigurarea stabilității monedei naționale, pentru a contribui la stabilitatea prețurilor”, acesta nefiind pe deplin armonizat cu Tratatul UE.

macrostabilizare în perioada de tranziție⁶) – reflectând volatilitatea și impredictibilitatea atât ale vitezei de rotație a banilor, cât și ale multiplicatorului monetar – și implicit, dificultății prognozării acestor variabile monetare. Alte cauze ale eficacității reduse le-au reprezentat întârzierea evidențierii clare și instabilitatea corelațiilor dintre agregatele monetare și rata inflației, pe de o parte, și activitatea economică, pe de altă parte. În plus, utilizarea variabilelor cantitative drept pârghii principale în conducerea politicii monetare și, implicit, în asigurarea dezinflației a fost subminată de eficacitatea limitată a controlului lichidității exercitat de banca centrală din poziția de debitor net al sistemului bancar⁷. În defavoarea ancorei monetare a mai acționat dificultatea înțelegerii ei de către public și, implicit, incapacitatea ei de a ancora anticipațiile privind inflația.

Pentru a compensa eficacitatea limitată a agregatelor monetare în atingerea obiectivului de inflație și în ancorarea anticipațiilor privind inflația, BNR a recurs la valorificarea tot mai intensă a valențelor dezinflaționiste ale cursului de schimb al leului (în detrimentul utilizării lui ca instrument de menținere a echilibrului extern), potențate de elasticitatea ridicată a indicelui prețurilor de consum față de această variabilă. În contextul menținerii regimului *managed floating*, rata de schimb a leului a devenit un cvasi-obiectiv operațional al politicii monetare, dar și o cvasi-ancoră antiinflaționistă. O relativă compatibilizare a acestui cadru al politicii monetare s-a realizat prin prelungirea politicii de control al capitalului, care se preconiza a fi gradual abandonată până în anul 2007⁸; cu toate acestea, pentru a preveni o apreciere excesivă în termeni reali a leului, necorelată cu fundamentele economice, dar și pentru a descuraja intrările de capital speculativ, BNR a fost nevoită să prelungească până în octombrie 2004 practica intervențiilor frecvente și impredictibile, dar sterilizate, pe piața valutară. În consecință, în anii premergători adoptării țintirii directe a inflației, strategia de politică monetară a BNR a căpătat un caracter eclectic, având aspectele unui regim de țintire implicită a inflației; evoluția în acest domeniu a fost, astfel, similară experienței altor bănci centrale din regiune ce au adoptat mai devreme strategia de țintire directă a inflației.

B. Argumente de natura avantajelor relative oferite de strategia de țintire directă a inflației.

Opțiunea CA al BNR pentru introducerea acestui regim de politică monetară a fost puternic încurajată de rezultatele notabile obținute de țările în care băncile centrale care au adoptat această strategie începând cu anul 1988⁹ – cărora li s-au alăturat chiar economii în tranziție din Europa Centrală și de Est¹⁰ devenite ulterior membre UE -, experiența lor dovedind faptul că acest relativ nou regim de politică monetară este viabil într-o economie mondială caracterizată printr-un grad înalt de liberalizare și globalizare. Opțiunea a fost consolidată de concluziile dezbaterilor ce au avut loc în perioada premergătoare în cadrul ședințelor CA al BNR, având ca suport atât analizele întreprinse de direcțiile de specialitate ale BNR (Direcția Politici Monetare și Direcția

⁶ În perioada 1999-2005, economia românească a parcurs rapid drumul de la un proces de adâncire a dezintermedierii financiare la cel de remonetizare alertă.

⁷ BNR a devenit debitor net vis-à-vis de sistemul bancar din a doua jumătate a anului 1997, ca urmare a inițierii și amplificării operațiunilor de sterilizare a intrărilor de capital.

⁸ Etapizarea liberalizării contului de capital a fost convenită în cadrul negocierilor derulate între Guvernul României și Comisia Europeană.

⁹ Primele țări care au adoptat această strategie au fost, în ordine cronologică, Noua Zeelandă, Chile, Canada, urmate de Marea Britanie, Suedia, Australia.

¹⁰ Cehia, Polonia, Ungaria, Slovacia.

Studii și Publicații), cât și evaluările privind experiența în domeniu a altor bănci centrale – unele realizate chiar în cadrul unei conferințe cu participare internațională organizată de BNR în primăvara anului 2005¹¹.

Avantajele majore pe care le conferă strategia de țintire directă a inflației¹², comparativ cu alte regimuri de politică monetară, derivând din trăsăturile sale specifice, sunt în principal următoarele:

1. Permite concentrarea politicii monetare asupra obiectivului său fundamental, cel de asigurare și menținere a stabilității prețurilor¹³, fără utilizarea unei alte variabile economice ca obiectiv intermediar;
2. Asigură limitarea inconsistenței temporale prin creșterea responsabilității băncii centrale față de îndeplinirea obiectivului fundamental. Dat fiind decalajul inerent transmiterii impactului acțiunii de politică monetară asupra inflației, banca centrală se concentrează asupra atingerii țintei de inflație pe un anumit orizont viitor de timp (18-24 luni); astfel politica monetară are o orientare anticipativă (eng. *forward-looking*), deciziile de politică monetară având ca principal reper prognoza evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu;
3. Este un regim transparent și flexibil – prezervând capacitatea politicii monetare de a răspunde la șocurile neprevăzute din economie –, operațional chiar în condițiile instabilității relației agregate monetare-inflație;
4. Asigură realizarea dezinflației cu minimizarea relativă a costurilor, având efect mai direct asupra anticipațiilor privind inflația, inclusiv datorită angajamentului băncii centrale față de ținta de inflație, care e mai bine înțeles de public;
5. Presupune o mai bună comunicare cu publicul – rol esențial în formarea așteptărilor privind inflația viitoare; informațiile oferite de banca centrală se referă la prognoza evoluțiilor viitoare, analiza riscurilor asociate și evaluările ce fundamentează decizia de politică monetară;
6. Reclamă asigurarea independenței băncii centrale sub toate aspectele, implicit protecția autorității monetare față de presiunile și ingerințele politice.

I.3. Pregătirea introducerii strategiei de țintire directă a inflației

Stabilirea semestrului II al anului 2005 ca moment al adoptării strategiei de țintire directă a inflației a decurs din finalizarea, în linii generale, în prima parte a anului 2005, a procesului de îndeplinire a precondițiilor și de pregătire a trecerii la noua strategie de politică monetară, ce s-a derulat gradual de-a lungul mai multor ani. Ultimele etape ale acestui proces au fost parcurse cu eforturile interne ale BNR, susținute de o consistentă asistență tehnică oferită de FMI, cu participarea unor experți ai Băncii Naționale a Republicii Cehe. În contextul acestora au fost

¹¹ Conferința „*Inflation Targeting: International Experience and Romania's Prospects*”, Banca Națională a României, București, 30 martie 2005.

¹² Acestea au fost prezentate în mod succint și în conferința de presă organizată în data de 15 august 2005, cu prilejul lansării primului Raport trimestrial asupra inflației.

¹³ Prevăzut în Statutul BNR.

discutate, decise și dezvoltate elementele-cheie ale cadrului specific noii strategii, cum ar fi: (i) caracteristicile tehnice definitorii ale strategiei de țintire directă a inflației adoptate de BNR; (ii) configurația procesului de analiză și decizie de politică monetară; (iii) capacitatea de prognoză a BNR; (iv) instrumentele de comunicare ale băncii centrale. Aceste etape au culminat cu dubla testare a funcționării cadrului de analiză economică și de elaborare a politicii monetare creat conform cerințelor strategiei de țintire directă a inflației.

1.3.1. Îndeplinirea condițiilor trecerii la țintirea directă a inflației

Literatura de specialitate și practica băncilor centrale relevă importanța satisfacerii, anterior adoptării strategiei de țintire directă a inflației, a unor cerințe și criterii de natură economică, instituțională și tehnică care condiționează eficacitatea acestui regim de politică monetară.

BNR a recunoscut necesitatea îndeplinirii condițiilor specifice ale adoptării cu succes a strategiei de țintire directă a inflației chiar din momentul formulării opțiunii sale pentru această strategie în cadrul Programului economic de preaderare 2001: *„Implementarea acesteia este însă condiționată, în primul rând, de obținerea de câștiguri durabile în procesul dezinflației, susținute atât de atenuarea cauzelor structurale ale acestui fenomen cât și de o consecventă disciplină și coerență în timp a politicilor macroeconomice. De asemenea, schimbarea trebuie să fie precedată de consolidarea independenței și a credibilității politicii monetare, ceea ce presupune eliberarea ei de constrângeri, cum ar fi dominanța fiscală, precum și de angajamente în favoarea unor ancore nominale alternative; o condiție esențială o constituie și creșterea capacității băncii centrale de a prognoza cu cât mai mare acuratețe evoluțiile din domeniul prețurilor și de a controla efectiv pârghiile necesare în influențarea semnificativă a evoluției acestora. Îndeplinirea acestor cerințe va permite autorității monetare să-și stabilească ținta de inflație și să subordoneze totalitatea pârghiilor monetare atingerii obiectivului privind rata inflației.”*

În consecință, una dintre premisele majore ale adoptării de către CA al BNR a deciziei de trecere la țintirea directă a inflației a constituit-o consemnarea unui grad ridicat de îndeplinire a condițiilor specifice, principalele fiind:

1. Atingerea unei rate a inflației suficient de scăzute.

Spre sfârșitul anului 2004, rata anuală a inflației a coborât, pentru prima dată în ultimii 14 ani, pe palierul cu o singură cifră (9,3 la sută), nivelul atins fiind comparabil cu cel înregistrat de alte țări în momentul adoptării acestui regim de politică monetară. Performanța - survenită pe fondul accelerării procesului de dezinflație declanșat în anul 2000 -, a fost cu atât mai notabilă cu cât economia românească s-a confruntat timp de un deceniu cu rate anuale ale inflației extrem de ridicate (culminând cu 295,5 la sută în 1993 decembrie/decembrie), care la finele anului 1999 abia reușiseră să coboare la 54,8 la sută.

2. Acumularea unui câștig de credibilitate de către banca centrală și consolidarea acestuia.

Atât decelerarea susținută a inflației în perioada 2000-2004, cât și atingerea sau chiar supraproperformarea în a doua parte a intervalului a obiectivelor anuale de inflație – urmărite consecvent de politica monetară implementată de BNR – au fost de natură să sporească încrederea publicului în politica băncii centrale și în țintele acesteia (Grafic A1).

3. Întărirea independenței *de jure* și *de facto* a BNR.

În cursul primului semestru al anului 2004 s-a finalizat armonizarea cadrului juridic al politicii monetare cu *acquis*-ul comunitar, Parlamentul aprobând noul statut al băncii centrale¹⁴ (intrat în vigoare în data de 30 iulie 2004). Acesta a întărit sub toate aspectele independența băncii centrale (din punct de vedere instituțional, personal, operațional și financiar), inclusiv prin formularea fără ambiguitate – în conformitate cu prevederile Tratatului UE – a obiectivului fundamental al băncii centrale ("*asigurarea și menținerea stabilității prețurilor*"), care a statuat prioritatea absolută acordată obiectivului inflației. Astfel, din momentul intrării în vigoare a Legii nr. 312/2004, Banca Națională a României funcționează într-un sistem compatibil cu cel al Băncii Centrale Europene și al Sistemului European al Băncilor Centrale.

4. Absența dominanței fiscale.

O contribuție importantă la creșterea independenței *de facto* a politicii monetare și-a adus-o și restrângerea treptată a dominanței fiscale pe fondul derulării unui proces de consolidare fiscală și al creșterii coerenței mix-ului politicilor macroeconomice în anii premergători adoptării noii strategii. Acestea s-au concretizat atât în scăderea deficitului bugetului general consolidat, cât și în reducerea datoriei publice, precum și în ameliorarea condițiilor de finanțare și refinanțare – internă și externă – a acestora. În plus, noul statut al BNR interzice în mod explicit orice modalitate de finanțare directă a Trezoreriei¹⁵ sau a instituțiilor statului de către banca centrală, inclusiv prin achiziționarea de titluri de stat de pe piața primară de către BNR (Grafic A2).

5. Relativa flexibilizare a cursului de schimb al leului.

În sesiunea din 29 octombrie 2004, Consiliul de administrație al BNR a decis să inițieze aplicarea unei politici favorabile accentuării flexibilității cursului de schimb al leului, trecerea de la un *hard managed floating* la un *soft managed floating* presupunând diminuarea substanțială a frecvenței intervențiilor băncii centrale pe piața valutară. Pentru a consfinți caracterul *soft managed floating* al cursului de schimb al leului, BNR a hotărât, totodată, să renunțe la practica anunțării publice a marjei reale dezirabile de apreciere a leului față de moneda de referință. Totodată, începând cu anul 2005, conform angajamentelor asumate de BNR prin Programul economic de preaderare 2004, euro a devenit *de facto* unica monedă de referință a cursului de schimb al leului¹⁶.

Prima dintre aceste două ajustări a avut menirea de a crește flexibilitatea și impredictibilitatea cursului de schimb al monedei naționale, principalele argumente în favoarea acestei abordări fiind: (i) necesitatea contracarării riscului crescut al atragerii de capital cu potențial speculativ în perspectiva liberalizării constituirii de depozite la termen în lei de către nerezidenți la bănci din România (aprilie 2005) – penultima etapă semnificativă a procesului de liberalizarea a mișcărilor de capital –, precum și a persistenței unui diferențial înalt al ratelor dobânzilor; (ii) necesitatea

¹⁴ Legea nr. 312 din 28 iunie 2004.

¹⁵ Apelul la facilitatea de finanțare monetară a Trezoreriei, permis de statutul anterior al BNR, a fost *de facto* suspendat în anul 2000.

¹⁶ Începând cu anul 2000, referința *de facto* a cursului de schimb al leului a constituit-o un coș informal de monede (euro și USD) în a cărui compoziție ponderea euro a fost majorată în 2004 la 75 la sută (de la 60 la sută în 2003).

eliminării sau cel puțin a atenuării „imposibilei trinități”¹⁷ macroeconomice în etapa de pregătire a adoptării strategiei de țintire directă a inflației; (iii) efectul benefic al utilizării, cel puțin pe termen scurt, a cursului de schimb ca instrument de contracarare a presiunilor inflaționiste; (iv) plasarea volumului rezervelor internaționale la un nivel apropiat de maximum optim recomandat, respectiv de 4-6 luni de importuri prospective; (v) îmbunătățirea structurii surselor de finanțare a deficitului de cont curent și anticiparea unui risc scăzut de apariție a unor dificultăți în acoperirea acestui sold negativ.

Schimbarea politicii de curs de schimb și-a făcut simțite efectele, ea permițând amorsarea în noiembrie 2004 a unui trend de apreciere în termeni nominali a leului față de euro. Aceasta a avut ca rezultată atenuarea influenței nefavorabile a variației unor prețuri internaționale asupra celor locale, dar și calmarea anticipațiilor privind inflația (Grafic A3).

6. Însănătoșirea și întărirea sistemului bancar și relativa creștere a intermedierei bancare.

În perioada 2000-2005, sistemul bancar românesc a cunoscut o consolidare semnificativă, susținută în principal de procesul de restructurare și privatizare, dar și de îmbunătățirea continuă de către BNR a reglementării prudențiale și a activității de supraveghere a acestui sistem. Creșterea și, ulterior, menținerea la un nivel ridicat a gradului de capitalizare și a profitabilității băncilor, alături de calitatea ridicată a activelor, au contribuit la întărirea în această perioadă a capacității de gestionare a riscurilor în acest sector (Tabel A4). Totodată, sporirea complexității sistemului financiar românesc și necesitatea ca banca centrală să acorde, în activitatea sa, o atenție sporită aspectelor macroprudențiale au condus la decizia CA al BNR, adoptată în octombrie 2004, de înființare a Direcției Stabilitate Financiară.

Consolidarea sistemului bancar s-a asociat cu creșterea progresivă a intermedierei bancare, în condițiile revitalizării în anul 2000 și a dinamizării ulterioare a procesului creditării și a cererii de bani; acestea au fost susținute, în principal, de consolidarea stabilității macroeconomice, ameliorarea așteptărilor privind economia românească – inclusiv datorită perspectivei aderării României la UE –, creșterea intrărilor de capital, precum și de intensificarea competiției pe piața bancară. Progresul refacerii intermedierei bancare a potențat fenomenul de consolidare a canalelor tradiționale ale mecanismului de transmisie a politicii monetare, în special a canalului ratei dobânzii; eficacitatea acestora a continuat să fie însă restricționată de ponderea ridicată deținută de creditul în valută în totalul creditului neguvernamental, coroborată cu amplificarea intrărilor de capital, precum și de menținerea excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar și, implicit, a poziției de debitor a băncii centrale față de sistemul bancar (Grafic A5).

7. Întărirea capacității de prognoză a inflației.

Un efort susținut al BNR a fost dedicat dezvoltării capacității sale de prognoză. În acest scop, în luna aprilie 2004 a fost înființată Direcția Modelare și Prognoze Macroeconomice și au fost amplificate contactele cu alte bănci centrale care aplică țintirea directă a inflației, precum Banca Națională a Republicii Cehe și Banca Națională a Poloniei. Crearea Direcției Modelare și Prognoze Macroeconomice, ca structură distinctă în cadrul BNR, a permis asimilarea eficientă a

¹⁷ Constă în imposibilitatea coexistenței unui regim fix de curs de schimb cu libera circulație a capitalurilor și o politică monetară independentă.

asistenței tehnice oferite Băncii Naționale a României pe componenta de modelare și prognoză a strategiei de țintire directă a inflației. De asemenea, a fost constituită o echipă de lucru interdepartamentală care să asigure, printre altele, perfecționarea tehnicilor de prognoză a evoluției activității economice și a ratei inflației pe termen scurt, precum și dezvoltarea unui model semi-structural de prognoză a inflației pe termen mediu – pilon absolut necesar funcționării acestei strategii în condițiile în care decalajul inerent dintre momentul adoptării deciziilor de politică monetară și producerea efectelor acestora în economie presupune adoptarea de către BNR a unei atitudini proactive, în baza căreia deciziile curente au în vedere evoluția prognozată a variabilelor macroeconomice.

I.3.2. Stabilirea caracteristicilor tehnice majore ale strategiei de țintire directă a inflației adoptate de BNR

Cadrul specific strategiei de țintire directă a inflației, pe care BNR a adoptat-o oficial în al doilea semestru al anului 2005, se caracterizează printr-un complex de elemente instituționale, operaționale și tehnice, a cărui definitivare a necesitat o analiză prealabilă minuțioasă¹⁸ și adoptarea în consecință a unor decizii importante. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a decis să imprime noii strategii de politică monetară a băncii centrale următoarele caracteristici definitorii:

- (i) Exprimarea țintei de inflație în termenii indicelui prețurilor de consum (eng. *headline inflation*), având în vedere familiaritatea publicului cu acest indicator și nevoia de a asigura transparența și credibilitatea deciziilor de politică monetară.

Așadar, argumentele majore care au înclinat decizia CA al BNR în favoarea acestei modalități de exprimare a inflației le-au constituit transparența și accesibilitatea indicatorului pentru publicul larg, deja obișnuit cu utilizarea acestuia, înseși anticipațiile privind inflația fiind formulate în corelație cu acest indice. Dezavantajul său rezidă în capacitatea limitată a băncii centrale de a controla un indice care include o pondere însemnată de prețuri volatile, precum și de prețuri administrate. Astfel, opțiunea în cauză implica o probabilitate mai ridicată ca rata inflației să se abată de la țintă, fapt din care decurgea necesitatea ca BNR să fie pregătită pentru a face față situației. În ceea ce privește indicii inflației de bază (eng. *core*), s-a decis că aceștia vor continua să fie calculați și utilizați în analizele de politică monetară, precum și în comunicarea externă a BNR.

- (ii) Stabilirea țintei ca punct central încadrat de un interval de variație (+/-1 punct procentual) în scopul ancorării eficiente a anticipațiilor privind inflația.

Dezbaterile privind acest element al strategiei de țintire directă a inflației au fost intense, reflectând „lupta” de argumente din literatura de specialitate, precum și abordările diverse ale practicii băncilor centrale. Astfel, preferința pentru stabilirea și anunțarea unei ținte punctuale derivă din efectul mai puternic al acesteia asupra anticipațiilor privind inflația, costul acestei opțiuni constituindu-l, însă, pierderea de credibilitate a băncii centrale în cazul ratării obiectivului, chiar dacă aceasta are cauze exogene voinței și acțiunii autorității monetare. În cazul utilizării unui interval de variație pentru rata inflației, credibilitatea băncii centrale are

¹⁸ Și aceasta a beneficiat de expertiza specialiștilor FMI și ai Băncii Naționale a Republicii Cehe oferită în cadrul programului de asistență tehnică.

șanse mai mari să fie conservată, dar, în schimb, crește riscul ca rata inflației să tindă să se situeze spre limita superioară a intervalului, ca efect al unei mai slabe ancorări a anticipațiilor cu privire la evoluția prețurilor.

O problemă suplimentară care apare în cazul în care o bancă centrală alege să anunțe un interval drept țintă de inflație o constituie cea a amplitudinii intervalului de fluctuație a ratei inflației, o bandă mai îngustă reflectând un angajament mai puternic al acelei bănci pentru atingerea țintei sale decât un interval mai larg. În același timp, însă, această opțiune reduce capacitatea băncii centrale de a reacționa la evenimente neprevăzute. Erori inevitabile în controlarea inflației pot determina plasarea ei în afara intervalului în ciuda celor mai mari eforturi făcute de banca centrală. În plus, erodarea credibilității unei bănci centrale este mai mare în cazul ratării intervalului decât în cel al ratării unei ținte punctuale.

Soluția considerată a fi potrivită pentru BNR în conjunctura existentă, capabilă să minimizeze conflictul dintre riscul pierderii credibilității băncii centrale și nevoia de a maximiza eficacitatea ancorării anticipațiilor privind inflația, a constituit-o anunțarea unei ținte punctuale de inflație în cadrul unei interval de toleranță, având o marjă de variație de ± 1 punct procentual. Unul din rolurile atribuite stabilirii unui coridor în jurul țintei-punct a fost acela de a furniza anumite indicii privind gradul de imprecizie a controlului exercitat de BNR asupra inflației, datorat inclusiv existenței dificultăților de prognoză a ratei inflației și a incertitudinilor privind mecanismul de transmisie monetară.

(iii) Anunțarea unor ținte anuale de inflație pentru un orizont mai lung de timp (inițial 2 ani), ceea ce accentuează perspectiva necesară pe termen mediu a politicii monetare.

În practică, orizonturile de timp utilizate de băncile centrale se situează, de regulă, în intervalul 1-4 ani, fapt justificat de restrângerea la această perioadă a eficacității producerii efectelor deciziilor de politică monetară. Opțiunea unei bănci pentru un orizont mai lung sau mai scurt în cadrul acestui interval reflectă compromisul pe care aceasta este dispusă să îl facă între transparență și flexibilitate; alegerea unui orizont mai scurt obligă banca să reducă gradul de ambiguitate al comunicării cu publicul, dar în același timp exercită constrângeri mai mari asupra libertății ei de acțiune pe termen scurt.

Pornind de la aceste premise, CA al BNR a optat pentru varianta formulării unor ținte anuale de inflație pe un orizont de timp de doi ani – cel puțin în faza de început a implementării noii strategii. S-a considerat că necesitatea extinderii la mai mult de un an a orizontului de formulare a țintei derivă din orientarea pe termen mediu pe care politica monetară o are, mai ales în contextul strategiei de țintire directă a inflației, și din cerința implicită de a ancora pe un termen mai îndelungat anticipațiile privind inflația; orizontul mai mare de timp urma să asigure, de asemenea, o flexibilitate sporită politicii monetare și să furnizeze acesteia mai mult spațiu de manevră pentru a reacționa la șocuri. În același timp, limitarea la doar doi ani a orizontului țintelor anuale de inflație a fost justificată în primii ani de implementare a strategiei de țintire directă a inflației de ineputizarea procesului de dezinflație în care se afla economia, pe de o parte, și de caracterul perpetuu al transformărilor structurale din economie și al ajustărilor de prețuri relative, precum și de posibila accelerare a lor în perspectiva integrării europene, pe de altă parte.

(iv) Continuarea practicării flotării controlate a cursului de schimb.

Experiența anterioară a unor bănci centrale a confirmat faptul că strategia de țintire directă a inflației nu este *de facto* incompatibilă cu flotarea controlată a cursului de schimb și, implicit, cu intervențiile autorității monetare pe piața valutară. Aceasta a constituit un argument serios pentru adoptarea de către BNR a strategiei de țintire directă a inflației în condițiile continuării utilizării regimului *soft managed floating* al cursului de schimb al leului¹⁹. BNR a admis faptul că cerința principală a unei asemenea strategii era aceea de a se subordona considerațiile legate de cursul de schimb celor privind inflația, astfel încât să se evite transmiterea unor semnale confuze către piața financiară; totodată, s-a avut în vedere perspectiva restrângerii treptate în următorii ani a caracterului controlat al regimului, în favoarea creșterii flexibilității ratei de schimb. Implementarea politicii monetare în contextul acestui cadru particular al strategiei de țintire directă a inflației implica utilizarea, nu neapărat formalizată, a unui indice compozit al condițiilor monetare care include, pe lângă rata dobânzii pe termen scurt, și cursul de schimb.

(v) Definirea *ex ante* a unui set restrâns de circumstanțe ("circumstanțe excepționale"), independente de influența politicii monetare, care condiționează responsabilitatea BNR pentru atingerea țintei de inflație.

Posibilitatea ca ținta de inflație, indiferent de modul în care a fost formulată, să nu fie atinsă poate deriva din cauze care nu țin de voința sau eforturile băncii centrale. Pentru ca această situație să nu antreneze pierderi de credibilitate pentru autoritatea monetară este necesară precizarea *ex ante* a circumstanțelor ce afectează realizarea țintei, respectiv specificarea cât mai clară a acestora. Nevoia de specificare derivă din necesitatea de a nu se lăsa un câmp exagerat de larg circumstanțelor care scuză ratarea țintei, altfel existând riscul provocării unei pierderi de încredere în rândul publicului și al operatorilor economici, de natură să afecteze decisiv eficacitatea noului regim de politică monetară. CA al BNR a decis ca setul clauzelor de exonerare să includă:

- Creșteri substanțiale ale prețurilor externe ale materiilor prime, surselor de energie și ale altor bunuri;
- Calamități naturale sau alte evenimente extraordinare asimilate, cu impact inflaționist prin intermediul costurilor și al cererii, inclusiv modificări imprevizibile ale pieței produselor agricole;
- Fluctuații ample ale cursului de schimb al leului datorate unor cauze aflate în afara fundamentelor economice interne și a implementării politicii monetare a BNR;
- Abateri majore ale prețurilor administrate de la programul de corecții anunțat de Guvern atât în ceea ce privește amplitudinea acestora, cât și respectarea calendarului de aplicare propus;
- Abaterea de la program a implementării și a rezultatelor politicii fiscale și ale celei a veniturilor.

¹⁹ Strategia de țintire directă a inflației adoptată de BNR se poate încadra în categoria „flexible inflation targeting” pe care a definit-o Lars E.O. Svensson în „Open-Economy Inflation Targeting”, Journal of International Economics, volum 50, număr 1, 2000, pagini 155-183.

Aceste clauze sunt similare celor utilizate de alte bănci centrale care au adoptat strategia de țintire directă a inflației. Corespunzător practicii acestor bănci, s-a mai convenit ca, în cazul apariției oricărei abateri de la țintă, BNR să furnizeze publicului o explicație completă privind cauzele producerii acesteia, măsurile întreprinse pentru a readuce rata inflației în intervalul de toleranță, precum și momentul și traiectoria revenirii inflației în interiorul intervalului. Totodată, deoarece clauzele de exonerare reprezintă o condiție a credibilității băncii centrale, eventuala recurgere la acestea se va face cu extremă precauție, doar în cazuri justificate. De asemenea, s-a decis ca circumscrierea responsabilității băncii centrale pentru atingerea țintei de inflație conform clauzelor de exonerare să fie luată în considerare la formularea țintelor de inflație și a traiectoriei de dezinflație asumate, precum și în analiza încadrării ratei efective a inflației în intervalul de variație.

(vi) Stabilirea țintei de inflație de către BNR în consultare cu guvernul.

Prin stabilirea și anunțarea țintei de inflație se comunică piețelor financiare și publicului intențiile autorității responsabile de atingerea acestui obiectiv, acestea contribuind la reducerea incertitudinilor privind evoluția viitoare a ritmului de creștere a prețurilor. CA al BNR a optat²⁰ pentru soluția formulării țintei de inflație de către banca centrală în colaborare cu guvernul, anunțarea ei realizându-se prin intermediul Raportului asupra inflației și al conferinței de presă în care se lansează acesta. Principalele argumente în favoarea acestei soluții le-au constituit necesitatea asigurării unui grad ridicat de coerență a *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și nevoia de a reflecta public faptul că influența BNR asupra inflației se va alătura celei exercitate de către alte instituții cu atribuții în formularea politicilor economice, cu rol potențial favorabil în ceea ce privește evaluarea obiectivă a răspunderii autorității monetare în atingerea țintei. Astfel, prin acest mod de stabilire a țintei se subliniază angajamentul guvernului în totalitate, nu doar al BNR, de a implementa politici care să sprijine atingerea țintei de inflație.

Rolul atribuit de BNR anunțării țintei de inflație în contextul strategiei de țintire directă a inflației este major, deoarece aceasta are menirea de a ancora anticipațiile privind inflația, fiind un element esențial al arsenalului de instrumente specifice acestei strategii. Exercitarea efectului favorabil al anunțării obiectivului de inflație este, însă, condiționată de cumulul de credibilitate a băncii centrale.

(vii) Transparență ridicată a acțiunilor băncii centrale și comunicare intensă cu publicul

Comunicarea activă a autorității monetare are rolul de a face publicul să înțeleagă obiectivele și maniera de implementare a politicii monetare, precum și cadrul strategiei de țintire directă a inflației, principalul instrument utilizat în acest scop de băncile centrale fiind Raportul asupra inflației. Din această perspectivă, CA al BNR a decis să implementeze un mecanism similar de asigurare a transparenței și comunicării cu publicul, incluzând: continuarea anunțării prin comunicate de presă a tuturor deciziilor de politică monetară ale CA al BNR, elaborarea și publicarea Raportului asupra inflației (document trimestrial) și a altor publicații ale băncii centrale – sondaje, studii și lucrări de cercetare -, organizarea trimestrială a unor conferințe de presă având ca scop explicarea deciziilor de politică monetară adoptate pe baza prognozelor

²⁰ Aceste aspecte au început să fie dezbătute în cadrul ședinței CA al BNR din ianuarie 2003, pe baza unei note întocmite de domnul viceguvernator Cristian Popa.

trimestriale de inflație, acordarea de interviuri în mass-media de către reprezentanții BNR, organizarea de seminarii și conferințe, postarea informațiilor pe pagina de internet a BNR etc.

I.3.3. Crearea/adaptarea structurilor instituționale necesare implementării strategiei de țintire a inflației

Implementarea strategiei de țintire directă a inflației presupune organizarea și funcționarea în banca centrală a unui cadru formalizat de prognoză și analiză macroeconomică. O componentă principală a acestuia se referă la capacitatea autorității monetare de a realiza prognoze ale ratei inflației, având în vedere rolul central deținut de stabilitatea prețurilor în cadrul strategiei.

Un pas important în definirea acestui cadru l-a constituit înființarea în BNR, în aprilie 2004, a Direcției Modelare și Prognoze Macroeconomice. În vederea exercitării activităților specifice procesului de analiză, prognoză și decizie în domeniul politicii monetare, ulterior acestui moment a fost creată o echipă de lucru interdepartamentală (EID). Aceasta a fost alcătuită din reprezentanți ai Direcției Politici Monetare²¹, Direcției Studii și Publicații²² și ai Direcției Modelare și Prognoze Macroeconomice²⁰, fiind coordonată de domnul viceguvernator Cristian Popa. Standardizarea procedurilor de lucru ale EID s-a realizat prin elaborarea unui calendar detaliat al activităților²³ prevăzute a se derula cu frecvență trimestrială. Acesta are ca finalitate elaborarea proiecțiilor macroeconomice și a Raportului asupra inflației, reprezentând principalul instrument de alocare a responsabilităților către direcțiile membre ale EID.

În continuare sunt enumerate, pe scurt, principalele atribuții ale direcțiilor componente ale EID²⁴:

– Direcția Studii Economice:

- realizează managementul datelor primare, concretizat în crearea și actualizarea unei baze de date ce conține un set restrâns, însă reprezentativ, de variabile macroeconomice (reale și nominale) utilizate în activitatea de analiză, modelare și prognoză;
- realizează proiecțiile pe termen scurt ale principalilor indicatori macroeconomici;
- prezintă periodic Comitetului de politică monetară evoluțiile cele mai recente ale unui set reprezentativ de variabile macroeconomice;
- elaborează secțiunile ce îi revin din cadrul Raportului asupra inflației și coordonează editorial activitatea direcțiilor implicate.

– Direcția Politică Monetară și Modelare Macroeconomică:

- concepe și propune Comitetului de politică monetară (CPM) și Consiliului de administrație (CA) coordonatele strategice ale politicii monetare și măsurile de ameliorare a cadrului analitic al politicii monetare;

²¹ Începând cu anul 2008, Direcția Politici Monetare a fuzionat cu Direcția Modelare și Prognoze Macroeconomice, noua structură devenind Direcția Politică Monetară și Modelare Macroeconomică (DPMMM). În continuare, în cadrul materialului se va utiliza această denumire.

²² Începând cu anul 2008, Direcția Studii Economice (DSE). În continuare se va utiliza această denumire.

²³ O variantă stilizată a calendarului de lucru aferent unui ciclu de prognoză și analiză macroeconomică este prezentată în secțiunea II.1.

²⁴ Pentru o prezentare în detaliu a eșalonării acestor activități pe parcursul ciclurilor trimestriale de analiză și prognoză macroeconomică, a se vedea secțiunea II.1.

- elaborează și propune Comitetului de politică monetară și Consiliului de administrație liniile directoare ale politicii monetare pe orizonturi diferite de timp, măsuri de îmbunătățire și de creștere a eficacității politicii monetare și a cadrului său operațional;
- construiește, întreține și dezvoltă modelul trimestrial de analiză și previziune pe termen mediu a inflației, precum și modele macroeconomice alternative de analiză și previziune pe termen scurt, mediu și lung, pentru studierea unor aspecte specifice ale fenomenelor monetare și macroeconomice.
- creează și actualizează bazele de date specifice, utilizate pentru evaluarea condițiilor inițiale și realizarea proiecțiilor macroeconomice pe termen mediu;
- realizează proiecția pe termen scurt a principalilor indicatori din sectorul monetar și financiar al economiei;
- evaluează poziția curentă a economiei în cadrul ciclului de afaceri (condițiile inițiale);
- realizează proiecțiile pe termen mediu ale ratei inflației și ale unui set reprezentativ de variabile macroeconomice;
- oferă suport procesului de analiză a evoluțiilor macroeconomice și de fundamentare a deciziilor de politică monetară, prin monitorizarea sistematică a unui set relevant de variabile și elaborarea unui material de sinteză destinat structurilor decizionale ale BNR (Raport privind evoluțiile economice și monetare);
- formulează propuneri privind deciziile de politică monetară;
- elaborează secțiunile ce îi revin în cadrul Raportului asupra inflației, pe baza instrumentarului informațional analitic alcătuit din sistemul de monitorizare a evoluțiilor macroeconomice²⁵, rezultatele proiecțiilor macroeconomice și ale simulărilor scenariilor alternative și evaluările de politică monetară.

Adoptarea strategiei de țintire directă a inflației și, implicit, dezvoltarea cadrului de analiză și prognoză macroeconomică au făcut necesară reevaluarea atribuțiilor forurilor decizionale în materie de politică monetară din cadrul BNR: Consiliul de administrație (CA) și Comitetul de politică monetară. În contextul noii strategii de politică monetară, acestora le-au revenit atribuții sporite, legate în principal de dezbateră și aprobarea rezultatelor intermediare obținute de EID, precum și a Raportului asupra inflației. Aceste atribuții ale CPM și CA sunt stipulate în calendarul trimestrial al activităților legate de țintirea inflației²⁶.

I.3.4. Dezvoltarea capacității de prognoză în cadrul BNR

O condiție fundamentală a adoptării cu succes a regimului de țintire directă a inflației a fost ca banca centrală să dispună de un instrumentar adecvat pentru realizarea trimestrială a proiecțiilor privind rata inflației și celelalte variabile macroeconomice, precum și pentru evaluarea impactului pe care deciziile de politică monetară îl produc asupra acestor variabile.

²⁵ Pentru detalii a se vedea secțiunea II.1.1.1.

²⁶ Pentru o descriere detaliată a rolului CA și CPM în noul context, a se consulta secțiunea II.1.1.2.

Principalele categorii de instrumente tehnice dezvoltate în cadrul BNR au vizat construirea unor modele de operaționalizare a prognozelor pe termen scurt și mediu, în paralel cu dezvoltarea cadrului de analiză a unui set amplu de indicatori coroborativi la adresa informațiilor obținute din aceste modele, precum și inițierea unui sondaj privind anticipațiile inflaționiste ale analiștilor bancari. Responsabilitatea pentru întreținerea, recalibrarea periodică (acolo unde se impune) și dezvoltarea instrumentarului tehnic menționat anterior revine atât DSE, cât și DPMMM²⁷.

Pe tot parcursul derulării procesului inițial de creare, dezvoltare și implementare a instrumentarului specific necesar adoptării regimului de țintire directă a inflației (calendarul ciclurilor trimestriale, sistemul de monitorizare a evoluțiilor macroeconomice, elaborarea modelului macroeconomic pentru realizarea proiecțiilor, adaptarea structurii Raportului asupra inflației la noile cerințe etc.) experții Băncii Naționale a României au beneficiat de asistență tehnică din partea specialiștilor Fondului Monetar Internațional și ai Băncii Naționale a Republicii Cehe.

I.3.5. Instrumentele de comunicare utilizate în cadrul strategiei de țintire a inflației

Adoptarea strategiei de țintire a inflației a implicat și redefinirea instrumentelor de comunicare ale BNR, rolul principal în cadrul strategiei de comunicare cu publicul fiind preluat în cadrul noului regim de Raportul asupra inflației²⁸. Spre deosebire de Rapoartele asupra inflației publicate premergător anului 2005, noul raport are frecvență trimestrială, diseminarea rezultatelor acestuia către publicul larg fiind realizată în cadrul unei conferințe de presă. Pentru a releva într-o manieră eficientă particularitățile noului cadru de politică monetară, Raportul asupra inflației a fost adaptat în mod corespunzător. Principalele modificări au avut în vedere:

- acordarea unei ponderi semnificativ mai ridicate secțiunii în care sunt prezentate perspectivele privind evoluția ratei inflației și a celorlalte variabile macroeconomice. Această decizie a fost impusă în contextul importanței acordate, în cadrul regimului de țintire a inflației, managementului adecvat al anticipațiilor privind inflația ale agenților economici;
- prezentarea principalelor repere de fundamentare a deciziilor de politică monetară, într-o manieră consistentă cu rezultatele procesului de prognoză, și a setului factorilor de risc identificați;
- echivalența setului de informații utilizat pe parcursul ciclului de analiză și prognoză macroeconomică cu cel care stă la baza redactării Raportului asupra inflației.

Pentru a răspunde noilor cerințe, procesul de adaptare s-a realizat și în cazul altor instrumente de comunicare ale BNR, astfel încât acestea să încorporeze într-o măsură sporită setul de informații apreciat ca esențial în procesul de comunicare derulat de banca centrală. De exemplu, structura buletinelor lunare a fost modificată prin includerea unor descrieri ale evoluției istorice a unui set de variabile macroeconomice²⁹. De asemenea, o serie de prezentări și lucrări cu caracter tehnic sunt puse la dispoziția publicului prin afișare în timp real pe pagina de internet a BNR. În scopul

²⁷ Pentru mai multe detalii cu privire la cadrul de prognoză din cadrul BNR, a se consulta secțiunea II.1.2.

²⁸ În categoria altor instrumente esențiale în procesul de comunicare a băncii centrale cu publicul, țințele anuale de inflație (stabilite în urma unui proces decizional consensual derulat de BNR împreună cu Guvernul României) și proiecțiile macroeconomice au jucat până în prezent cel mai important rol.

²⁹ Aceste informații erau incluse în Raportul asupra inflației publicat premergător anului 2005.

creșterii transparenței comunicării acțiunilor de politică monetară membrii conducerii executive organizează periodic prezentări și interviuri pe teme de actualitate pentru reprezentanții mediului economic. În acest fel, este facilitat accesul publicului la o mare parte a informațiilor ce servesc fundamentării deciziilor de politică monetară.

I.3.6. Ciclurile trimestriale experimentale de analiză și prognoză pentru țintirea inflației

Odată create structurile necesare desfășurării ciclurilor trimestriale de analiză și prognoză macroeconomică, în cadrul BNR au fost parcurse două astfel de runde de tip experimental³⁰. Acestea au vizat familiarizarea membrilor EID și a conducerii executive a BNR cu activitățile specifice derulate în cadrul fiecărei etape a ciclului trimestrial de prognoză³¹, precum și crearea premiselor pentru rafinarea instrumentarului utilizat, pe măsura testării în practică a acestuia.

Premergător derulării celor două cicluri, modelul de proiecție pe termen mediu dezvoltat în cadrul BNR de către membrii EID a fost înaintat, spre avizare, Consiliului de administrație al BNR. Cu această ocazie au fost prezentate în detaliu structura modelului, setul de ecuații și parametri calibrați, precum și valorile de convergență pe termen lung ale variabilelor macroeconomice modelate.

Atât pe parcursul celor două cicluri experimentale de prognoză, cât și ulterior, EID a supus modelul unor runde periodice de reevaluare a proprietăților empirice ale acestuia, finalizate prin formularea de propuneri de recalibrare ale structurii acestuia (ecuații, parametri etc.). Inițial, modificările operate au fost supuse spre avizare CA al BNR iar ulterior, odată cu redefinirea rolului CPM în cadrul strategiei de țintire a inflației, acestuia din urmă.

Cele două cicluri experimentale de analiză și prognoză macroeconomică s-au materializat prin elaborarea unor Rapoarte asupra inflației (aferele trimestrelor IV 2004, respectiv I 2005) supuse dezbaterii și avizării de către CPM și CA al BNR. Aceste Rapoarte asupra inflației nu au fost publicate.

I.4. Adoptarea oficială a strategiei de țintire a inflației

Consiliul de administrație al BNR a hotărât adoptarea oficială a regimului de țintire directă a inflației ca nouă strategie de politică monetară în ședința sa din 8 august 2005. Cu această ocazie, CA al BNR a decis să imprime noii strategii de politică monetară a băncii centrale următoarele trăsături definitorii:

- (i) exprimarea țintei anuale de inflație în termenii inflației IPC (indicele prețurilor de consum), având în vedere familiaritatea publicului cu acest indicator și nevoia de a asigura transparența și credibilitatea deciziilor de politică monetară;
- (ii) stabilirea țintei ca punct central încadrat de un interval de variație (± 1 punct procentual) în scopul ancorării eficiente a anticipațiilor privind inflația; până în prezent, țintele centrale de inflație au fost stabilite pe o traiectorie descendentă³²;

³⁰ În intervalul noiembrie 2004-ianuarie 2005, respectiv februarie-mai 2005.

³¹ Prezentate în detaliu în secțiunea II.1.

³² Cu excepția țintei pentru anul 2010, care a fost menținută la nivelul celei pentru 2009.

- (iii) stabilirea și anunțarea țintei de inflație de către BNR în urma unui proces decizional consensual derulat împreună cu Guvernul României;
- (iv) continuarea practicării unui regim de flotare controlată a cursului de schimb;
- (v) specificarea clară a „circumstanțelor excepționale” ce exonerează responsabilitatea BNR cu privire la atingerea țintelor de inflație.

Prezentarea publică a primului Raport oficial asupra inflației, aferent trimestrului II 2005, a avut loc în cadrul unei conferințe de presă organizate în 15 august 2005. Cu această ocazie au fost prezentate publicului principalele elemente definitorii ale noului regim de politică monetară, cadrul operațional adoptat de BNR, precum și calendarul ședințelor CA al BNR pe probleme de politică monetară³³. De asemenea, în vederea creșterii transparenței acțiunilor de politică monetară și a imprimării unei credibilități sporite acestora, BNR a organizat o sesiune de informare a analiștilor financiari din cadrul sistemului bancar românesc, cu privire la particularitățile noului regim de politică monetară, la coordonatele ciclului trimestrial de analiză și prognoză macroeconomică, precum și la principalele caracteristici ale modelului de proiecție pe termen mediu.

II. Procesul de analiză, prognoză și decizie de politică monetară în perioada august 2005–mai 2009

II.1. Cadrul general de analiză și prognoză pentru fundamentarea deciziei de politică monetară

În vederea implementării cadrului operațional specific regimului de țintire directă a inflației, în cadrul Băncii Naționale a României a fost creată echipa de lucru interdepartamentală (EID). După cum s-a menționat anterior, EID nu reprezintă o nouă direcție în cadrul BNR, rolul său fiind acela de a coordona realizarea proiecției macroeconomice trimestriale, de a elabora Raportul asupra inflației și de a formula propunerile de politică monetară înaintate conducerii executive a BNR.

În etapele premergătoare adoptării oficiale a regimului de țintire directă a inflației, membrii EID au fost delegați să contribuie la crearea și dezvoltarea cadrului necesar pentru implementarea procedurilor de lucru specifice noului regim de politică monetară.

Pornind de la mandatul atribuit EID de către conducerea executivă a BNR, finalizarea acestei etape s-a concretizat în prezentarea unui calendar privind desfășurarea activităților de pe parcursul unui ciclu trimestrial de analiză și prognoză macroeconomică. O variantă generică și sintetică a calendarului este prezentată în Tabelul 1.

³³ Anterior acestui moment, caracteristicile specifice implementării regimului de țintire a inflației în România au fost prezentate în cadrul conferinței *“Inflation Targeting: International Experience and Romania’s Prospects”*, organizată de BNR în luna martie 2005.

Tabel 1 – Calendarul ciclului trimestrial de analiză și prognoză macroeconomică

Timp (zile)	Eveniment	Detalii
T-51	Întâlnire a EID	Întâlnire pe probleme legate de model (calibrare, alte aspecte) – bianual
T-41	Întâlnire a EID	Proiecții pe termen scurt (NTF)
T-35	Întâlnire a EID	Condiții inițiale, condiții de echilibru și variabile exogene
T-34	Ședința CPM pe probleme de politică monetară	Trecerea în revistă a celor mai recente evoluții și formularea recomandărilor privind deciziile de politică monetară
T-28	Ședința CA pe probleme de politică monetară	Trecerea în revistă a celor mai recente evoluții și adoptarea de decizii de politică monetară
T-26	Ședința CPM	Condiții inițiale, condiții de echilibru, variabile exogene și NTF
T-20	Întâlnire a EID	Proiecțiile pe termen mediu și scenariile de risc
T-12	Ședința CPM	Proiecțiile pe termen mediu și scenariile de risc
T	“Raport asupra inflației”	Proiecțiile macroeconomice și “Raportul asupra inflației” trimise către CPM
T+3	Ședința CPM	Discuții pe marginea rezultatelor ciclului de proiecție și a “Raportului asupra Inflației”, formularea recomandărilor privind deciziile de politică monetară
T+6	Ședința CA	Discuții cu privire la “Raportul asupra inflației”, adoptarea deciziilor de politică monetară
T+8	Conferința de presă	

Notă: NTF – eng. *near term forecasts* (prognoze pe termen scurt).

Responsabilitatea elaborării în fiecare an a calendarului de proiecție (valabil pentru activitățile desfășurate pe parcursul anului următor) revine EID. Concret, planificarea activităților din calendar pentru fiecare dintre cele patru exerciții trimestriale de analiză și prognoză macroeconomică se va face având în vedere:

- calendarul preconizat al publicării datelor statistice de către instituțiile de profil abilitate (de exemplu, Institutul Național de Statistică, Ministerul Finanțelor Publice, Banca Națională a României, Eurostat, Banca Centrală Europeană etc.);
- coordonarea cu ciclul decizional din cadrul BNR;
- perioadele din cadrul anului în care conducerea executivă a BNR exercită funcții de reprezentare a instituției pe plan internațional (de exemplu, participarea la întâlnirile anuale ale FMI și Băncii Mondiale, la ședințele Comitetului de politică monetară al Băncii Centrale Europene etc.).

Pornind de la aceste constrângeri, s-a stabilit ca ciclurile trimestriale de analiză și prognoză macroeconomică să se desfășoare în intervalele *decembrie-februarie*, *martie-mai*, *ianie-august* și *septembrie-noiembrie* ale fiecărui an.

II.1.1. Calendarul privind desfășurarea activităților în cadrul ciclului trimestrial de analiză și proiectie macroeconomică

II.1.1.1. Componenta echipei de proiectie și responsabilitățile specifice

Echipele de proiectie sunt alcătuite din reprezentanți ai Direcției Politică Monetară și Modelare Macroeconomică (DPMMM) și ai Direcției Studii Economice (DSE). Având în vedere rolul proeminent deținut de proiectiile macroeconomice în cadrul strategiei monetare de țintire directă a inflației, coordonatele procesului de analiză și prognoză macroeconomică au fost definite prin raportare la patru componente interconectate: monitorizarea și gestionarea datelor, proiectiile pe termen scurt, proiectiile pe termen mediu și sistemul de raportare.

Pentru a facilita cooperarea între direcțiile implicate, a fost creat un set de *baze de date* adaptate nevoilor specifice procesului de analiză și prognoză din cadrul BNR³⁴. Bazele de date sunt menținute și actualizate periodic (pe măsură ce noi date statistice devin disponibile sau se elaborează noi seturi de proiectii), responsabilitatea întreținerii acestora revenind DPMMM și DSE. În vederea acoperirii necesarului informațional, elementele colectate periodic în aceste baze de date servesc elaborării fișelor de monitorizare³⁵ prin care se are în vedere urmărirea evoluției indicatorilor macroeconomici relevanți pentru fundamentarea deciziilor de politică monetară³⁶. Aceste materiale sprijină procesul de evaluare a condițiilor inițiale ale proiectiilor și orientează elementele de fundamentare a scenariului privind proiectiile macroeconomice pe termen mediu. De asemenea, pe baza acestor fișe de monitorizare sunt realizate materiale de sinteză în care sunt prezentate succint evoluțiile cele mai recente ale variabilelor macroeconomice, acestea fiind supuse periodic analizei la nivelul structurilor executive ale instituției cu atribuții decizionale în materie de politică monetară³⁷.

Proiectiile pe termen scurt. Responsabilitatea elaborării proiectiilor pe termen scurt și a celor de tip expert revine DSE și DPMMM. Rezultatele proiectiilor sunt prezentate în cadrul întâlnirii EID (T-41)³⁸. Cu această ocazie este formulat un punct de vedere comun al membrilor echipei. Realizarea consensului în această etapă este esențială, deoarece proiectiile pe termen scurt sunt utilizate atât pentru fundamentarea unui spectru larg de analize realizate în cadrul BNR, cât și ca punct de pornire pentru prognoza realizată cu ajutorul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM).

Proiecții pe termen scurt (DSE, DPMMM)
– PIB și componentele cererii agregate (consum final individual, consum final colectiv, formare brută de capital fix, exporturi, importuri)
– rata inflației IPC și componentele acesteia (combustibili, inflație de bază – CORE2, inflație de bază – CORE1)
– ratele dobânzilor (rata dobânzii de politică monetară a BNR, ratele dobânzilor bancare la operațiuni de atragere de depozite și acordare de credite la nivelul sistemului bancar în relațiile cu clienții nebancari), cursul de schimb

³⁴ De exemplu, baza de date istorică dezvoltată și întreținută de DSE conține o serie de indicatori macroeconomici interni și externi esențiali, în timp ce bazele de date create de DPMMM sunt adaptate tipului de date utilizate pentru evaluarea condițiilor inițiale și realizarea proiectiei macroeconomice pe termen mediu.

³⁵ Frecvența de elaborare este lunară sau trimestrială, în funcție de disponibilitatea datelor.

³⁶ De exemplu, variabilele referitoare la economia reală (rata inflației, PIB, balanța de plăți etc.) sau cele monetare (ratele dobânzilor, cursul de schimb, agregatele monetare etc.).

³⁷ Este vorba, în principal, de *Raportul privind evoluțiile economice și monetare*, elaborat cu frecvență trimestrială de către DPMMM.

³⁸ A se vedea Tabelul 1.

Proiecții expert (DSE)
– inflația prețurilor administrate
– inflația prețurilor volatile ale legumelor, fructelor, ouălor

Proiecțiile pe termen scurt reprezintă un ingredient esențial în procesul de evaluare a *condițiilor inițiale* ale proiecțiilor (corespunzător trimestrului curent) și a *trend-urilor de echilibru* ale variabilelor macroeconomice. În această etapă, valorile istorice ale variabilelor macroeconomice, extinse cu proiecțiile pe termen scurt din etapa anterioară sunt descompuse în componenta ciclică (deviația de la trend) și, respectiv, trend-ul de evoluție (echilibrul pe termen mediu al acestor variabile). Scopul acestui demers este stabilirea poziției economiei în cadrul ciclului de afaceri, respectiv determinarea excesului/deficitului de cerere agregată, gradul de supra/sub-evaluare a cursului real de schimb, precum și gradul de restrictivitate al ratelor dobânzilor. Determinarea componentelor permanente și ciclice se realizează pe baza unui filtru statistic multivariat care are o structură similară cu cea a modelului de analiză și prognoză pe termen mediu, scopul fiind acela de asigurare a consistenței dintre condițiile inițiale și proiecțiile pe termen mediu. Responsabilitatea elaborării condițiilor inițiale revine DPMMM, rezultatele fiind ulterior discutate în cadrul EID (T-35). În mod similar proiecțiilor pe termen scurt, cu această ocazie se formulează un punct de vedere comun de către membrii EID, condițiile inițiale convenite în această etapă urmând a fi utilizate ca punct de pornire în cadrul proiecțiilor pe termen mediu.

Condiții inițiale și trend-uri de echilibru (DPMMM)
– componente ciclice: PIB, consum final individual, consum final colectiv, formare brută de capital fix, export, import, curs real efectiv de schimb, ratele reale ale dobânzilor bancare și de politică monetară, primă de risc
– trend-uri (valori de echilibru): idem.

Proiecțiile pe termen mediu se realizează cu ajutorul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM). Ca elemente de intrare, MAPM utilizează atât proiecțiile pe termen scurt (inclusiv proiecțiile de tip expert), cât și condițiile inițiale. Responsabilitatea elaborării condițiilor inițiale revine DPMMM, rezultatele fiind ulterior discutate în cadrul EID (T-20). Scopul principal al acestei întâlniri îl constituie identificarea *scenariului de bază* al proiecției³⁹. În plus, pe baza observațiilor membrilor EID formulate la precedentele întâlniri, cu această ocazie este prezentată o suită de *scenarii de risc*. Acestea ilustrează posibile traiectorii alternative ale variabilelor macroeconomice, pornind de la un set diferit de ipoteze⁴⁰.

Proiecții pe termen mediu (DPMMM)
– rata inflației IPC și componentele coșului de consum
– rata dobânzii de politică monetară și ratele dobânzilor stabilite de instituțiile financiare
– dinamica PIB și a componentelor cererii agregate
– cursul nominal de schimb (EUR/RON, USD/RON) și cursul real efectiv de schimb
– condițiile monetare reale

³⁹ Acesta este definit ca traiectoria cea mai plauzibilă de evoluție a variabilelor macroeconomice relevante pe parcursul orizontului proiecției.

⁴⁰ Ipotezele alternative sunt apreciate ca având o probabilitate mai redusă de manifestare pe perioada proiecției comparativ cu cele incluse în scenariul de bază.

Concluziile la care se ajunge în urma acestei întâlniri sintetizează viziunea colectivă a EID, prezentată ulterior forurilor decizionale ale BNR (Comitetul de politică monetară și Consiliul de administrație), ca suport pentru discutarea opțiunilor de politică monetară și fundamentarea deciziei de politică monetară.

Deși calendarul din Tabelul 1 ordonează strict din punct de vedere temporal și tematic întâlnirile EID (respectiv ale reprezentanților acesteia cu membrii CPM), în realitate, granița între aceste activități este mult mai puțin rigidă. De exemplu, actualizarea proiecțiilor pe termen scurt (NTF) se realizează continuu, pe măsura disponibilității de noi date statistice. Implicațiile asupra proiecției pe termen mediu ale modificării valorilor NTF sunt abordate pe măsură ce acestea devin relevante, chiar dacă termenul prevăzut pentru întâlnirea privind proiecțiile pe termen scurt a fost între timp depășit.

II.1.1.2. Structurile decizionale ale BNR: Comitetul de politică monetară și Consiliul de administrație

Deciziile de politică monetară adoptate de banca centrală trebuie să beneficieze de consistență și transparență. De asemenea, fundamentarea deciziilor de politică monetară implică utilizarea tuturor informațiilor (relevante) disponibile. Strategia de țintire directă a inflației îndeplinește în mare măsură cerințele enumerate, după cum s-a detaliat deja în prima parte a materialului.

Principalele implicații ale adoptării noului regim de politică monetară asupra procesului decizional din cadrul Băncii Naționale a României pot fi grupate în două categorii:

- politica monetară a căpătat o dimensiune proactivă mai pronunțată, prin rolul mai amplu atribuit perspectivelor privind evoluția viitoare a activității economice în fundamentarea deciziilor curente. Prognozele macroeconomice încorporează o paletă largă de informații, oferind în același timp un suport sistematic de analiză decidenților de politică monetară⁴¹;
- reevaluările “majore” ale coordonatelor politicii monetare se produc, de regulă, după actualizarea setului informațional al decidenților, odată cu finalizarea ciclurilor trimestriale de prognoză. În măsura în care perspectivele de evoluție a economiei suferă modificări substanțiale comparativ cu coordonatele setului informațional anterior, decidenții pot opera unele modificări ale parametrilor politicii monetare.

Deciziile de politică monetară sunt adoptate în ședințele Consiliului de administrație al BNR programate în acest scop conform unui calendar ce este dat publicității la începutul fiecărui an. Patru dintre aceste ședințe coincid cu finalizarea fiecărei runde de prognoză și aprobarea Rapoartelor asupra inflației, iar celelalte sunt programate (aproximativ) la momentele (T-28) ale ciclurilor de prognoză.

În vederea fundamentării *deciziilor de politică monetară asociate publicării Rapoartelor asupra inflației*, după finalizarea de către EID a proiecției pe termen mediu, aceasta este înaintată spre

⁴¹ Rezultatele proiecțiilor macroeconomice reprezintă unele dintre informațiile esențiale utilizate de conducerea executivă în vederea fundamentării deciziei de politică monetară. Cu toate acestea, limitele inerente ale modelelor macroeconomice, reflectate în dificultatea acestora de a surprinde în totalitate complexitatea mecanismului de transmisie a politicii monetare, face ca în economia deciziei finale adoptate de Consiliul de administrație, informațiile de tip expert să joace un rol important.

avizare Comitetului de politică monetară (T-12). Trebuie însă menționat că implicarea CPM în procesul de realizare a proiecției are loc și în perioadele premergătoare acestei întâlniri, prin avizarea condițiilor inițiale și a valorilor de echilibru ale variabilelor macroeconomice (T-26). În cadrul acestor întâlniri, membrii CPM se familiarizează cu modificările survenite pe parcursul perioadei scurse de la publicarea proiecției precedente de inflație, identifică provocările cu care se confruntă banca centrală în încercarea de atingere a obiectivelor pe termen mediu ale politicii monetare precum și factorii de risc apreciați ca semnificativi pentru runda respectivă de proiecție, propun realizarea unor simulări relevante în materie de politică monetară etc. Ulterior aprobării de către CPM a coordonatelor scenariului de bază al proiecției macroeconomice pe termen mediu, ipotezele de fundamentare ale acestuia, precum și valorile proiectate sunt folosite pentru elaborarea capitolului corespunzător al Raportului trimestrial asupra inflației.

Discutarea și avizarea textului Raportului asupra inflației este programată să aibă loc în ședința CPM (T+3). Cu această ocazie, conducerea DPMMM prezintă membrilor CPM sinteza principalelor mesaje ce urmează a fi transmise publicului prin intermediul Raportului asupra inflației, precum și propunerile privind măsurile de politică monetară. Aceste propuneri sunt fundamentate prin analiza rezultatelor proiecției macroeconomice pe termen mediu și a riscurilor asociate acestora, precum și prin evaluarea amănunțită a implicațiilor posibilelor alternative privind decizia de politică monetară asupra îndeplinirii obiectivelor băncii centrale. CPM pune în discuție propunerile prezentate și formulează recomandări privind măsurile de politică monetară, acestea fiind supuse ulterior dezbaterii și formulării deciziilor de către CA al BNR.

Raportul asupra inflației este înaintat spre avizare Consiliului de administrație al BNR (T+6), care, în cadrul aceleiași întâlniri, adoptă decizia de politică monetară. Decizia CA al BNR este anunțată printr-un comunicat de presă, rațiunile care au stat la baza ei fiind ulterior detaliate cu ocazia conferinței de presă trimestriale organizate pentru prezentarea Raportului asupra inflației.

Deciziile de politică monetară adoptate în ședințe programate la date care nu sunt asociate publicării Rapoartelor asupra inflației au drept fundamentare evaluările macroeconomice prezentate în materiale de sinteză a evoluției principalilor indicatori economici⁴², prezentate de către DPMMM și DSE. Având ca suport informațional sistemul de monitorizare dezvoltat în cadrul EID și ca referință coordonatele prognozei anterioare, în cadrul acestor materiale sunt reevaluate, din perspectiva celor mai noi evoluții, riscurile la adresa inflației și sunt formulate propuneri privind măsurile de politică monetară. Conținutul materialelor menționate, precum și propunerile de politică monetară sunt discutate în CPM (T-34) iar deciziile adoptate în CA al BNR (T-28) sunt făcute publice prin comunicat de presă.

⁴² De exemplu, Raportul privind evoluțiile economice și monetare.

II.1.2. Cadrul tehnic al activității de prognoză macroeconomică

II.1.2.1. Prezentarea modelelor utilizate pentru realizarea proiecțiilor macroeconomice

Conform descrierii generale a cadrului de analiză și prognoză macroeconomică din prima parte a materialului, în cadrul Băncii Naționale a României se utilizează două tipuri principale de modele macroeconomice:

- modele ce au la bază preponderent relații estimate empiric între variabilele macroeconomice;
- modele ce au la bază preponderent relații calibrate între variabilele macroeconomice.

Din prima categorie fac parte modelele utilizate cu precădere pentru realizarea *proiecțiilor pe termen scurt*. Ele vizează în principal componentele inflației IPC și ale PIB real, precum și ratele dobânzilor relevante în cadrul mecanismului de transmisie a politicii monetare. De regulă, aceste proiecții se realizează pentru un orizont de 1-2 trimestre (orizont la care, de obicei, performanța în proiecție a acestor tipuri de modele este superioară celei asociate modelelor de prognoză pe termen mediu). Pentru variabilele macroeconomice a căror evoluție nu poate fi cu ușurință surprinsă folosind relațiile econometrice, se utilizează *proiecții de tip expert*, ce pot fi extinse sub forma unor scenarii pe întregul orizont de proiecție (8 trimestre).

Prognoza pe termen scurt a ratei inflației IPC se realizează pe baza unor modele construite pentru principalele trei subgrupe ale coșului de consum: componentele ale căror prețuri sunt supuse controlului administrativ, componentele ale căror prețuri prezintă o volatilitate pronunțată și coșul IPC din care sunt eliminate primele două subgrupe. Modelul de prognoză pe termen scurt a produsului intern brut este construit prin dezagregarea PIB pe componente de cerere agregată și estimarea pentru fiecare dintre acestea a unui model de corecție a erorilor.

În cea de-a doua categorie de modele se include modelul de analiză și proiecție pe termen mediu ale inflației (MAPM), utilizat pentru realizarea *proiecțiilor pe termen mediu*⁴³. Bazele acestui model au fost puse în anul 2004, în urma primei misiuni de asistență tehnică în domeniul țintirii inflației acordată BNR de către Fondul Monetar Internațional.

Din punct de vedere tehnic, MAPM este construit astfel încât să îmbine coerența dată de teoriile de inspirație *neo-keynesiană* din domeniul macroeconomiei monetare cu aspectele caracteristice unei economii emergente, așa cum este cea românească. MAPM este un model liniar simplu, specificat de o manieră care să permită determinarea unei soluții stabile unice pe termen lung și o dinamică convergentă lină a variabilelor endogene către această soluție. Din acest motiv, o serie de variabile cu evoluție adaptată ciclului de afaceri sunt exprimate în *gap-uri*, adică sub formă de deviații față de valoarea lor de echilibru (trend).

În ceea ce privește specificarea dinamicii pe termen scurt și mediu, modelul are la bază, pe de o parte, ipoteza așteptărilor raționale, iar pe de altă parte, presupunerea că într-un asemenea cadru temporal în economie se manifestă anumite rigidități nominale ce împiedică prețurile să se

⁴³ Seriile scurte de date disponibile și frecvența ridicată a schimbărilor structurale din cadrul economiei românești au limitat utilizarea metodelor econometrice consacrate pentru determinarea relațiilor macroeconomice relevante. În locul acestora, un accent mai mare s-a pus pe simularea proprietăților modelului și coroborarea acestora cu proprietăți ale datelor statistice (de exemplu, corelații între variabile).

ajusteze în mod optim într-o singură perioadă, generând o interdependență între evoluțiile variabilelor nominale și cele ale variabilelor reale.

În acest fel, politica monetară poate exercita o influență semnificativă asupra variabilelor macroeconomice. În privința impactului pe care politica monetară îl poate exercita asupra ratei inflației, modelul prevede drept canale distincte de transmisie: canalul economiei reale, care implică o dezinflație realizată cu costul unei dinamici temporar mai scăzute a creșterii economice și canalul așteptărilor, care, dacă este eficace, permite realizarea unei dezinflații cu costuri mult atenuate⁴⁴. În cazul unei economii deschise precum cea a României, acestor două canale li se adaugă cel al cursului de schimb, care acționează atât în mod direct, prin influențarea prețurilor bunurilor de import din coșul de consum, cât și indirect, prin potențarea celor două canale menționate anterior.

Pornind de la structura inițială a MAPM și de la caracteristicile de funcționare observate în timp ale economiei românești, structura modelului a fost treptat adaptată pentru a încorpora aceste particularități. Principalele modificări sunt următoarele:

- introducerea în model a unor aspecte specifice ale sectorului financiar românesc: transmisia impulsurilor ratei dobânzii de politică monetară a BNR asupra ratelor dobânzilor la operațiunile de atragere de depozite și acordare de credite ale instituțiilor financiare; considerarea efectelor de avuție și bilanț ale fluctuațiilor cursului de schimb, în special prin intermediul influenței asupra atractivității creditelor acordate în valută⁴⁵;
- modelarea explicită pe termen mediu a componentelor ratei inflației, prin descompunerea indicelui IPC într-o rată a inflației de bază (CORE2) și o serie de subindici cu comportament specific: inflația pentru produsele cu prețuri administrate, inflația combustibililor și cea a produselor alimentare cu prețuri volatile (fructe, legume, ouă);
- stabilirea unei metodologii privind determinarea impactului, la nivelul cererii agregate, al execuției bugetului general consolidat. Pentru a cuantifica această influență, în cadrul proiecției macroeconomice a BNR se iau în calcul fluctuațiile soldului efectiv/proiectat al bugetului consolidat, acesta fiind ajustat în funcție de poziția economiei în cadrul ciclului economic;
- extinderea listei factorilor de influență luați în calcul pentru modelarea cererii agregate, prin includerea cererii externe adresate produselor românești de către principalul partener comercial al României (zona euro).

II.1.2.2. Perspectivele privind dezvoltarea modelelor de prognoză

Modelele de prognoză macroeconomică reprezintă descrieri stilizate ale funcționării economiei. Deși prezintă în mod inerent unele limitări, datorate dificultății de a surprinde întreaga complexitate a mecanismului de transmisie a politicii monetare, modelele macroeconomice își dovedesc utilitatea în procesul decizional din cadrul băncilor centrale. Pe de-o parte, acestea

⁴⁴ Acest canal relevă rolul deosebit de important pe care îl dețin în conducerea politicii monetare transparența, consecvența și credibilitatea băncii centrale.

⁴⁵ Importanța acordată canalului de avuție și bilanț în ansamblul factorilor care exercită influențe asupra cererii agregate a fost motivată de ponderea ridicată a creditului denominat în valută în total credit neguvernamental (a se vedea și caseta “*Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb*”, Raport asupra inflației, noiembrie 2005, pagina 46).

furnizează structurilor decizionale o imagine cantitativă bine fundamentată a perspectivelor de evoluție pe termen mediu a economiei. Pe de altă parte, obținerea proiecției macroeconomice pe baza unui model ce ordonează datele disponibile în jurul unui nucleu teoretic intuitiv, favorizează structurarea dezbaterii dintre conducerea executivă și experții BNR, permițând o mai bună înțelegere a funcționării economiei.

Ca urmare, planurile DPMMM vizează dezvoltarea în continuare a întregului spectru al modelelor utilizate.

O parte a acestor îmbunătățiri are în vedere modelarea și includerea explicită în cadrul MAPM a pieței muncii, rafinarea modelului satelit de prognoză a componentelor cererii agregate din economie și asigurarea unei consistențe sporite a acestuia cu MAPM, identificarea unor specificații alternative pentru modelarea dinamicii primei de risc asociate plasamentelor investitorilor străini în active financiare denumite în monedă națională, îmbunătățirea procedurilor utilizate pentru proiectarea valorilor de echilibru ale variabilelor macroeconomice în cadrul orizontului de prognoză sau extinderea ariei de cuprindere a procedurilor utilizate pentru evaluarea ritmului potențial de creștere a PIB.

Începând cu mijlocul anului 2006, în cadrul DPMMM a fost demarată dezvoltarea unui model structural de echilibru general dinamic (EGD) (eng. *dynamic general equilibrium model*) cu scopul de a extinde și a îmbunătăți capacitatea de analiză și prognoză macroeconomică a BNR. Procesul de dezvoltare a modelului EGD a beneficiat de sprijinul oferit de trei misiuni de asistență tehnică coordonate de FMI și derulate în cooperare cu Banca Națională a Republicii Cehe (februarie 2006, februarie 2007 și decembrie 2007). Comparativ cu tipul de modele utilizate în prezent, care formalizează o parte a relațiilor macroeconomice pornind de la nivel agregat, principalul avantaj al modelului EGD este dat de capacitatea acestuia de a descrie structura economiei și interdependențele stabilite între agenți economici (implicit între variabilele macroeconomice) pornind de la formalizarea riguroasă a comportamentelor la nivel microeconomic ale acestora. Această abordare, care implică stabilitatea parametrilor fundamentali ai unui astfel de model, permite un control al coerenței interne a modelului și, prin aceasta, al celei a proiecțiilor, mai ridicat comparativ cu cel aferent modelelor semi structurale.

Comparativ cu modelele clasice de echilibru dinamic general, modelul dezvoltat beneficiază de o serie de particularități specifice țărilor în tranziție, precum: încorporarea, în procesul de analiză și prognoză, a evoluțiilor prețurilor administrate ale bunurilor, diferențierea pe termen lung a ratelor de creștere a componentelor cererii agregate și aprecierea reală a monedei în echilibru, acest ultim aspect fiind consistent cu parcurgerea unui proces de convergență reală.

Împreună cu aspectele menționate, setul de instrumente dezvoltat pentru evaluarea și implementarea modelului va permite obținerea unor prime rezultate (în principal, evaluarea condițiilor inițiale și realizarea de prognoze) în paralel cu proiecțiile actualului model utilizat în procesul de prognoză, începând cu exercițiul de prognoză aferent trimestrului IV 2009. Ulterior, pe baza rezultatelor din aceste proiecții experimentale, CA al BNR va putea adopta o decizie cu privire la oportunitatea înlocuirii modelului semi-structural actual cu modelul nou pentru generarea proiecțiilor oficiale ale BNR.

II.2. Stabilirea țintelor de inflație și adecvarea instrumentelor politicii monetare

II.2.1. Stabilirea țintelor de inflație

Valorile atribuite țintelor de inflație vizate de politica monetară în contextul strategiei de țintire directă a inflației au fost în consonanță cu prevederile Strategiei naționale de dezvoltare economică a României pe termen mediu, precum și cu angajamentele asumate de autoritățile române prin documentele programatice elaborate în contextul procesului de negociere a aderării României la Uniunea Europeană (Programul Economic de Preaderare și Planul Național de Dezvoltare), și ulterior, în procesul de pregătire a adoptării monedei euro în care a intrat România la 1 ianuarie 2007 (edițiile succesive ale Programului de convergență). În condițiile în care economia românească se afla încă într-un proces de dezinflație – ritmul de inflație sustenabil pe termen mediu și compatibil cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor nefiind deocamdată atins – țintele de inflație s-au plasat pe o traiectorie general descendentă, situându-se la următoarele niveluri:

Anul	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ținta de inflație	7/7,5 la sută ± 1pp	5,0 la sută ± 1pp	4,0 la sută ± 1pp	3,8 la sută ± 1pp	3,5 la sută ± 1pp	3,5 la sută ± 1pp

Nivelurile țintelor anuale de inflație au fost stabilite astfel încât să întrunească exigențele ce decurgeau atât din specificul implementării politicii monetare în contextul strategiei de țintire directă a inflației, cât și din necesitatea derulării procesului de convergență nominală și reală a economiei românești. Pe de o parte, aceste niveluri răspundeau cerinței de a se consolida dezinflația și de a se atinge, în concordanță cu calendarul prevăzut pentru adoptarea euro, un nivel al ratei inflației compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht, precum și, ulterior, cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de BCE. Pe de altă parte, gradualismul coborârii acestor ținte a reflectat preocuparea BNR pentru stabilirea unor obiective realiste și credibile, a căror atingere consecventă era esențială pentru întărirea credibilității băncii centrale - în contextul istoriei relativ scurte a strategiei de țintire directă în România – și în final pentru ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu. Precauția băncii centrale a fost justificată de anticiparea persistenței pe parcursul acestor ani a efectelor inflaționiste directe ale factorilor aflați în afara sferei de influență a politicii monetare, cei mai importanți fiind: (i) avansarea procesului de convergență a economiei românești (respectiv, pentru ținta de inflație aferentă anului 2010, reluarea proceselor de convergență economică, inclusiv a convergenței nivelului prețurilor, după încheierea perioadei de contracție economică sincronizată); (ii) programarea efectuării unor ajustări semnificative de prețuri administrate, precum și de impozite indirecte; (iii) persistența unor rigidități nominale asimetrice.

În ceea ce privește nivelul țintei pentru 2010 – stabilit la o valoare identică celui din anul precedent –, argumentul prioritar l-a constituit stringența atingerii obiectivului de inflație – esențială pentru prezervarea credibilității băncii centrale și, implicit, pentru ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste, în condițiile în care, sub impactul multiplelor și amplelor șocuri inflaționiste produse succesiv sau simultan, ratele anuale ale inflației s-au plasat în 2007 și 2008 la niveluri superioare țintelor stabilite. Un argument complementar a fost cel al dificultății atingerii

unei ținte mai ambițioase de inflație în anul 2010, date fiind perspectiva persistenței efectelor adverse ale procesului de ajustare a dezechilibrului extern al economiei și existența unor incertitudini substanțiale privind durata și adâncimea restrângerii activității economice.

Având în vedere rolul și implicațiile nivelului țintelor de inflație, autoritatea monetară a luat în considerare în mai multe rânduri oportunitatea/necesitatea revizuirii acestora. La o astfel de soluție s-a recurs însă o singură dată, chiar la momentul trecerii la țintirea inflației (în august 2005), într-un context deosebit de dificil, în care BNR s-a confruntat cu dilema generată, pe de o parte, de creșterea presiunilor inflaționiste ale cererii, și, pe de altă parte, de amplificarea intrărilor de capital volatil, ca efect al liberalizării accesului nerezidenților la constituirea de depozite la termen în lei. Punând în balanță nevoia de a-și consolida credibilitatea prin atingerea obiectivului de inflație, pe de o parte, și cerința de a spori rolul ancorării anticipațiilor publicului prin ținta de inflație anunțată, pe de altă parte, și ținând seama de totalitatea aspectelor care restricționau pe termen scurt eficacitatea politicii monetare, banca centrală a decis să majoreze ușor – de la 7,0 la 7,5 la sută – nivelul țintei de inflație pentru decembrie 2005.

Problema a revenit în atenția BNR în luna februarie 2006, în condițiile în care proiecția pe termen mediu a evoluțiilor macroeconomice și riscurile inflaționiste asociate termenului scurt al acesteia au relevat caracterul ambițios al țintelor de inflație stabilite pentru anii 2006 și 2007. BNR nu a recurs însă la o rectificare a acestor ținte, autoritatea monetară dorind astfel, pe de o parte, să-și manifeste angajamentul față de obiectivele formulate anterior, și, pe de altă parte, să reconfirme concentrarea atenției sale asupra țintei stabilite pentru orizontul temporal mai îndelungat, cea care poate fi vizată prin instrumentele politicii monetare, încurajând în același timp menținerea unui *mix* prudent de politici macroeconomice, care să contribuie la realizarea dezinflației programate. Astfel, această opțiune a BNR a incumbat hotărârea sa de a întreprinde toate acțiunile posibile pentru atingerea țintei de inflație pe termen mediu, în pofida faptului că pe termen scurt rata inflației proiectate se plasa deasupra traiectoriei programate a dezinflației. Devierea de la țintă a fost considerată a fi temporară (proiecția BNR de la momentul respectiv indicând revenirea ratei anuale prognozate a inflației în intervalul de variație din jurul punctului central al țintei pe parcursul anului 2007), ea fiind determinată, mai cu seamă, de nivelul înalt al ritmurilor proiectate de creștere a prețurilor administrate, dar mai ales a celor volatile (superioare celor avute în vedere la stabilirea țintei de inflație de 5 la sută pentru 2006). În același timp, alegerea de către CA al BNR a variantei nerecurgerii la modificarea țintei a avut ca argument și capacitatea superioară a acesteia de a satisface simultan cerințele privind:

- Continuarea într-un ritm relativ alert a dezinflației pe termen mediu și asigurarea unei convergențe mai rapide a ratei inflației spre nivelul statuat de criteriile UE;
- Maximizarea capacității BNR de a ancora anticipațiile pe termen mediu;
- Refacerea și apoi consolidarea credibilității băncii centrale, în condițiile în care CA al BNR evita să recurgă pentru al doilea an consecutiv la rectificarea țintei de inflație pe termen scurt și, implicit, menținea neschimbată traiectoria programată a dezinflației pe termen mediu;
- Stimularea suplimentară a hotărârii BNR de a utiliza toate mijloacele de care dispune pentru a readuce, în termen de doi ani, dezinflația pe traiectoria programată.

O dezbatere similară a fost inițiată în februarie 2008 – de această dată în legătură cu nivelul țintelor de inflație pentru anii 2008, respectiv 2009 -, într-un context în care s-a relevat faptul că, datorită accelerării puternice a inflației în trimestrele anterioare, precum și refacerii succesive în sens ascendent a proiecțiilor privind evoluția acesteia în următorii doi ani, nivelul prognozat⁴⁶ al ratei inflației pentru decembrie 2008 a devenit incompatibil cu atingerea țintei stabilite pentru acest an. În același timp, obiectivul reluării procesului dezinflației și al reînscriserii ratei anuale a inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei de inflației stabilite pentru sfârșitul anului 2009 s-a conturat a fi o reală provocare pentru politica monetară, în condițiile amplificării recente și în perspectiva apropiată a șocurilor inflaționiste de natura ofertei, potențial generatoare de efecte secundare, precum și ale creșterii prognozate a magnitudinii și a duratei de manifestare a excedentului de cerere agregată. Cu toate acestea, CA al BNR a respins din nou categoric varianta revizuirii țintelor de inflație, considerând că aceasta ar fi stimulat suplimentar atât anticipațiile inflaționiste, cât și relaxarea politicii de venituri și a celei fiscale în perioada electorală ce se apropia. Un alt argument al poziției CA al BNR l-a constituit faptul că acțiunea principalilor factori care au determinat reaccelerarea inflației era temporară și se plasa în afara sferei de acțiune a politicii monetare, aceștia fiind de natura ofertei. Totodată, BNR a dorit să-și manifeste astfel angajamentul față de țintele de inflație și să reconfirme concentrarea atenției sale asupra țintei pe orizontul temporal mai îndelungat, cea care poate fi vizată prin instrumentele politicii monetare.

II.2.2. Îndeplinirea țintelor de inflație

Din perspectiva evoluției ratei anuale a inflației în raport cu traiectoria implicită a țintei de inflație (Grafic A6), perioada scursă de la adoptarea țintirii directe a inflației se divide în două segmente temporale distincte. În primul segment – ce a durat circa doi ani – rata anuală a inflației s-a încadrat în intervalul de variație din jurul punctului central al țintei, cu excepția finalului anului 2005 și începutul anului 2006, când ritmul de creștere a prețurilor s-a situat – așa cum anticipase și banca centrală – deasupra limitei superioare a acestui interval. Pe parcursul următorilor doi ani, incluzând sfârșitul anilor 2007 și 2008, sub impactul unei multitudini de șocuri – succesive sau simultane – interne și externe, rata anuală a inflației a consemnat în mod constant abateri în sens crescător față de intervalul de variație din jurul punctului central al țintei.

Plasarea ratei inflației peste limita superioară a intervalului de variație s-a datorat în principal efectelor adverse ale șocurilor multiple produse pe plan intern și internațional, manifestate sub forma unor puternice fluctuații ale unor variabile care se află, de regulă, în afara sferei de influență a politicii monetare; mișcările unor astfel de variabile – care includ, printre altele, prețul produselor agro-alimentare și prețul petrolului – se caracterizează în general printr-un grad înalt de impredictibilitate și printr-un impact direct major exercitat asupra evoluției indicelui prețurilor de consum (cu atât mai mult în cazul României, în condițiile în care ponderea pe care o dețin acestea în coșul de consum este relativ ridicată⁴⁷). Efectul inflaționist al unora dintre acești factori s-a dovedit a fi neașteptat de amplu și de durabil, implicând multiple revizuri succesive nefavorabile – uneori substanțiale – ale proiecțiilor trimestriale ale evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu (Graficele A7-A11). Alți factori inflaționisti a căror evoluție a

⁴⁶ Prognozele evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu incluse în Rapoartele asupra inflației din lunile februarie și mai 2008.

⁴⁷ De exemplu, în ultimii ani, ponderea în coșul IPC a produselor alimentare a fost de circa 40 la sută – valoarea fiind aproape dublă în raport cu cea consemnată în unele din statele din regiune sau în zona euro.

infirmat în sens nefavorabil așteptările inițiale ale băncii centrale – contribuind astfel la depășirea țintelor de inflație – au fost ajustările de prețuri administrate și de impozite indirecte (accize). Tentativa de contracarare a efectelor directe ale acestor șocuri pe partea ofertei ar fi presupus o înăsprire bruscă și puternică a politicii monetare, menită să “forțeze” reapropierea cât mai rapidă a ratei inflației de țintă. O asemenea reacție ar fi indus însă fluctuații majore la nivelul activității economice și al condițiilor sociale. În acest context, conform practicii băncilor centrale din întreaga lume, BNR a preferat să tolereze o abatere temporară a inflației de la țintă, direcționându-și eforturile înspre evitarea riscului producerii efectelor secundare ale acestor șocuri – respectiv urmărind să prevină translatarea lor asupra anticipațiilor inflaționiste, și implicit, asupra comportamentului de stabilire a prețurilor și a salariilor. Acest risc era amplificat de istoria scurtă a inflației scăzute în economia românească, precum și a celei de implementare a politicii monetare în contextul strategiei de țintire directă a inflației.

O altă dificultate majoră pentru atingerea țintelor de inflație a constituit-o șocul pe partea cererii generat, în principal, de relaxarea politicii fiscale, dar mai ales a celei a veniturilor, dar și de expansiunea rapidă a creditului pe fondul creșterii intrărilor de capital; din această perspectivă, politica monetară a preluat cvasi-integral „povara” aducerii excedentului de cerere la valori compatibile cu atingerea țintei de inflație. Asigurarea sustenabilității dezinflației a mai fost complicată de perspectiva prelungirii dinamicii excesive a absorbției interne și de potențiala continuare a adâncirii deficitului de cont curent, asociată și cu menținerea ritmului înalt de creștere a datoriei externe, inducând riscul producerii unei depreciere corective relativ bruște a leului în raport cu principalele monede.

BNR a răspuns acestui context printr-o creștere a restrictivității politicii monetare, banca centrală utilizând în acest scop toate instrumentele pe care le-a avut la dispoziție. Aceasta a fost acompaniată de o intensificare a acțiunilor de comunicare, în cadrul cărora autoritatea monetară a informat consecvent publicul asupra abaterilor de la ținta de inflație și asupra cauzelor acestora și a prezentat totodată măsurile pe care le-a adoptat în vederea readucerii sustenabile a ratei inflației pe traiectoria presupusă de țintele pe termen mediu. În cadrul acestora, BNR a reiterat cu insistență necesitatea creșterii coerenței întregului set de politici economice, care pe lângă continuarea accentuării caracterului restrictiv al politicii monetare presupunea întărirea considerabilă a politicii fiscale și creșterea prudenței politicii veniturilor, precum și intensificarea reformelor structurale, în special a celor destinate pieței muncii. O asemenea abordare era considerată a fi esențială pentru evitarea, cu costuri economice și financiare minime, a unei dezancorări semnificative a așteptărilor inflaționiste, care la rândul ei să permită revenirea ratei inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei pe termen mediu.

Prima depășire a țintei de inflație a fost marginală și a fost consemnată la finele anului 2005, când rata anuală a inflației a atins nivelul de 8,6 la sută, plasându-se cu 0,1 puncte procentuale deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul punctului central al țintei revizuite, de 7,5 la sută. Principala cauză a acestei abateri a constituit-o impactul advers neașteptat de puternic asupra prețurilor exercitat de factorii de natura ofertei (Grafic A12), în principal de (i) ajustările de prețuri administrate⁴⁸, a căror amplitudine a fost net superioară celei din anul

⁴⁸ Cele mai semnificative creșteri de ritm au fost consemnate de prețul gazelor naturale și de cel al energiei termice, precum și de tarifele aplicate serviciilor telefonice.

precedent (14,2 la sută în decembrie 2005, față de 9,9 la sută în decembrie 2004), dar și celei proiectate, și de (ii) creșterea puternică a prețurilor volatile, care a reflectat atât declinul producției agricole ca efect al inundațiilor extinse produse în acest an, cât și efectul persistenței tensiunilor pe piața petrolului. Influența nefavorabilă a variației prețurilor internaționale a fost într-o anumită măsură moderată de prelungirea trendului de apreciere nominală a leului față de euro⁴⁹, care a favorizat, totodată, calmarea anticipațiilor inflaționiste. Pe acest fond, rata anuală a inflației de bază a consemnat la rândul ei o scădere, atingând în decembrie 2005 nivelul de 5,6 la sută (față de 8,3 la sută la finele lui 2004); cu toate acestea, persistența excedentului de cerere – indusă, în principal, de relaxarea fiscalității și a politicii salariale –, a continuat să constituie o sursă de presiuni inflaționiste.

Reacția BNR la acest context a fost însă complicată de creșterea intrărilor de capital asociate liberalizării accesului nerezidenților la constituirea de depozite la termen în lei, acestea fiind atrase de (i) diferențialul înalt al ratelor dobânzilor față de piețele internaționale și (ii) trendul de apreciere nominală a leului în raport cu euro, care s-a declanșat în noiembrie 2004, investitorii mizând, de asemenea, pe prelungirea acestor evoluții, în condițiile anticipării menținerii unei conduite a politicii monetare consistente cu contextul macroeconomic specific și cu strategia de țintire directă a inflației. În aceste condiții, autoritatea monetară a optat pentru soluția relaxării etapizate a politicii ratei dobânzii – menite să descurajeze intrările de capital volatil – și pentru compensarea relativei pierderi de autonomie și de eficacitate a acesteia prin utilizarea, în scopul frânării procesului prea rapid de creditare, a altor pârghii aflate la dispoziția sa (vezi secțiunea **Cadrul operațional al politicii monetare**); *mix*-ul de măsuri complementare adoptate și implementate de BNR a fost conceput astfel încât să se imprime condițiilor monetare în sens larg restrictivitatea necesară continuării decelerării sustenabile a inflației. Relaxarea politicii ratei dobânzii s-a realizat mai ales prin slăbirea controlului asupra lichidității din sistemul bancar, în timp ce coborârea ratelor reprezentative de dobândă ale băncii centrale a fost realizată mai lent, autoritatea monetară mizând în continuare pe efectul de semnal al acestora; rata dobânzii de politică monetară a fost redusă succesiv cu 9,5 puncte procentuale în primele nouă luni ale anului 2005 – până la nivelul de 7,5 la sută –, iar ratele dobânzilor facilităților permanente au fost coborâte în două etape, până la 14 la sută (facilitatea de credit) și, respectiv, 1 la sută (facilitatea de depozit).

Intensitatea procesului de relaxare a politicii ratei dobânzii nu a fost însă constantă de-a lungul anului 2005, aceasta fiind ajustată în funcție de factorii specifici de influență. Astfel, după ce la mijlocul anului BNR a încetinit acest proces, în încercarea de a contracara tendința de supraîncălzire a economiei, în intervalul septembrie-octombrie 2005 banca centrală a accelerat coborârea ratei medii a dobânzilor la operațiunile de absorbție monetară pentru a dezamorsa puseul intrărilor de capital speculativ pe piața financiară internă, care s-a declanșat în iulie; pentru a descuraja aceste intrări de capital prin compromiterea anticipațiilor de apreciere nominală și prin accentuarea impredictibilității cursului de schimb al leului, dar și pentru a preveni producerea unei aprecieri excesive a monedei naționale, BNR și-a intensificat pe parcursul verii practica intervențiilor pe piața valutară. Autoritatea monetară a stopat însă în noiembrie 2005 procesul de relaxare implicită a politicii ratei dobânzii și a reasezat pe un trend

⁴⁹ Manifestată pe parcursul primelor opt luni ale anului, interval în care leul s-a întărit în termeni nominali cu 10,6 la sută față de euro comparativ cu finele anului precedent.

ascendent randamentul mediu al plasamentelor efectuate de instituțiile de credit la banca centrală, în condițiile în care deveniseră evidente tendința de agravare a dezechilibrelor macroeconomice, pe de o parte, și temperarea presiunilor exercitate de intrările de capital asupra cursului de schimb al leului, pe de altă parte; totodată, începând cu a doua jumătate a lunii octombrie 2005 au fost stopate și intervențiile băncii centrale pe piața valutară interbancară. Într-un asemenea context, banca centrală a atribuit, cu prioritate, măsurilor complementare misiunea de temperare a ritmului de creștere a creditului neguvernamental, mai cu seamă a componentei sale în valută și, implicit, de calmare a cererii interne, în special a cererii de consum al populației.

În 2006, obiectivul privind inflația a fost îndeplinit, rata anuală a inflației coborând în decembrie chiar ușor sub punctul central al țintei stabilite (4,87 la sută, față de 5,0 la sută). Scăderea cu 3,7 puncte procentuale a ratei anuale a inflației pe parcursul acestui an a fost susținută de decelerarea componentei de bază a inflației ajustate cu influența taxelor indirecte (la 3,04 la sută, de la 4,8 la sută în decembrie 2005), care, pe lângă impactul favorabil exercitat – inclusiv prin intermediul anticipațiilor inflaționiste – de creșterea restrictivității politicii monetare⁵⁰, a reflectat și influența pozitivă a menținerii în cea mai mare parte a anului a austerității politicii fiscale, precum și a intensificării concurenței pe piața cu amănuntul. La accelerarea dezinflației și-au adus o contribuție substanțială deflația consemnată de prețurile volatile (rata anuală de creștere a acestora a coborât în decembrie 2006 la -2,5 la sută), aprecierea consistentă acumulată de leu în raport cu principalele monede (leul s-a întărit cu 7,2 la sută față de euro în termeni nominali pe ansamblul anului – Grafic A13), precum și reducerea dinamicii anuale a prețurilor administrate.

Performanța din 2006 nu a mai fost însă repetată în următorul an, rata anuală a inflației atingând în decembrie 2007 nivelul de 6,57 la sută - situat deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadra punctul central al țintei de inflație (4 la sută \pm 1 punct procentual). Dezinflația a continuat însă în prima parte a lui 2007, iar avansul acestui proces s-a accelerat chiar peste așteptări în trimestrul I⁵¹, evoluția datorându-se în principal (i) adâncirii deflației prețurilor volatile (pe fondul reducerii prețului combustibililor, dar și al majorării valorii negative a ratei anuale de creștere a prețurilor legumelor și fructelor), (ii) dezinflației prețurilor administrate, precum și (iii) decelerării componentei CORE2 ajustat (nivelul acesteia coborând în iunie la 2,7 la sută, față de 3,0 la sută în decembrie 2006). Cea din urmă a reflectat, în principal, impactul exercitat asupra evoluției prețurilor de sporirea în perioada anterioară a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare, mai ales prin amplificarea aprecierii leului față de principalele monede; coroborat cu aceasta din urmă s-au manifestat și au fost receptate la nivelul ratei inflației de bază și implicațiile favorabile ale aderării României la UE. Pe acest fond, perspectivele inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare au continuat să se amelioreze⁵². În același timp însă, pe orizontul de timp mai îndepărtat, riscurile la adresa sustenabilității decelerării inflației s-au amplificat, în special ca urmare a creșterii alerte a deficitului de cont curent precum și a soldului

⁵⁰ În primul semestru al lui 2006, BNR a majorat în două rânduri rata dobânzii de politică monetară; aceasta a fost crescută cu un punct procentual pe data de 8 februarie 2006 (până la 8,5 la sută) și respectiv cu 0,25 puncte procentuale pe data de 27 iunie 2006 (până la 8,75 la sută). Totodată, banca centrală a sporit sensibil restrictivitatea mecanismului rezervelor minime obligatorii.

⁵¹ Rata anuală a inflației a coborât în martie 2007 la 3,66 la sută - cel mai scăzut nivel înregistrat după luna octombrie 1990.

⁵² Conform proiecției din luna mai 2007 a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, rata anuală prognozată a inflației se menține în intervalul de variație ce încadrează punctul central al țintei pe întreg orizontul de transmisie a politicii monetare, valoarea proiectată pentru finele anului 2007 fiind de 3,7 la sută.

datoriei externe, asociate cu accelerarea aprecierii monedei naționale în raport cu euro. Printre factorii favorizanți ai acestei evoluții a cursului de schimb al leului s-au aflat (i) diferențialul înalt al randamentelor interne față de piețele internaționale, (ii) gradul crescut de integrare financiară a economiei românești, (iii) atitudinea deosebit de favorabilă manifestată de investitorii financiari față de piața și economia românească ulterior obținerii de către România a statutului de membru al UE, precum și (iv) persistența abundenței lichidității globale.

Procesul cvasi-continuu de dezinflație derulat începând cu anul 2000 s-a întrerupt însă în semestrul II 2007, iar inflația s-a replasat pe un trend rapid crescător, sub impactul amplelor șocuri produse pe plan intern și pe piețele externe în această perioadă. Resortul major al reaccelerării puternice a inflației l-a constituit efectul inflaționist al scăderii producției agricole sub influența secetei, a cărui amplitudine a depășit substanțial previziunile, el concretizându-se nu doar în creșterea peste așteptări a prețurilor volatile ale unor produse agricole⁵³, dar și în majorarea consistentă a prețurilor unor produse alimentare procesate; acest efect inflaționist a fost potențat și de majorarea amplă și persistentă a prețurilor similare pe piața externă. Aceștia i s-a alăturat impactul corecției pe care a suferit-o cursul de schimb al leului⁵⁴ în contextul turbulențelor de pe piețele financiare internaționale generate și alimentate de criza declanșată pe piața creditului ipotecar din SUA.

Pe acest fond, perspectiva inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare s-a deteriorat rapid⁵⁵. Concomitent, s-au amplificat complexitatea și dimensiunea riscurilor inflaționiste potențial induse atât de factorii cererii, cât și de cei de natura ofertei și a costurilor, cele mai semnificative fiind legate de: (i) deteriorarea potențială a anticipațiilor privind inflația ale publicului sub impactul persistenței șocurilor adverse de natura ofertei; (ii) creșterea veniturilor insuficient susținută de sporuri de productivitate, (iii) majorarea cheltuielilor bugetare în perioada electorală ce urma să înceapă, și (iv) sporirea incertitudinii pe piața financiară internațională, inclusiv a celei privind evoluția atitudinii investitorilor față de piețele emergente, implicit față de piața internă.

BNR a reacționat prompt în sensul întăririi politicii monetare, stopând în trimestrul III mișcarea coborâtoare a ratei dobânzii de politică monetară pe care a inițiat-o în prima jumătate a anului (concretizată în operarea a patru ajustări descrescătoare, ce au cumulat 1,75 puncte procentuale – nivelul atins în iunie 2007 fiind de 7,0 la sută) și procedând în luna septembrie la o întărire preemptivă a politicii ratei dobânzii prin sporirea fermității controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară; consecința acesteia a fost creșterea randamentelor interbancare⁵⁶ și reconvergența lor cu rata dobânzii de politică monetară. Rata dobânzii de politică monetară a fost apoi repusă pe un trend ferm ascendent, o primă majorare cu 0,5 puncte procentuale fiind efectuată în octombrie 2007.

⁵³ Creșterea anuală medie a prețurilor LFO a fost de 14,4 la sută în trimestrul III, respectiv de 23,3 la sută în trimestrul IV 2007.

⁵⁴ Pe parcursul ultimelor cinci luni ale lui 2007, leul s-a depreciat în termeni nominali față de euro cu 11,2 la sută (față de o apreciere de 8,9 la sută în perioada ianuarie-iulie 2007).

⁵⁵ Conform proiecției din luna noiembrie 2007 a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, rata anuală prognozată a inflației s-a plasat în decembrie 2007 la nivelul de 5,7 la sută, iar la finele anului 2008 la nivelul de 4,3 la sută.

⁵⁶ Nivelul mediu al randamentului tranzacțiilor de pe segmentul interbancar s-a plasat la finele lunii septembrie cu aproape 2 puncte procentuale deasupra valorii consemnate la sfârșitul lunii precedente.

Cu toate acestea, impactul ambelor șocuri pe partea ofertei a fost acomodat de menținerea și chiar creșterea excedentului de cerere, în condițiile în care în această perioadă dinamica PIB a depășit așteptările, reflectând creșterea puternică a câștigurilor salariale și a creditului acordat sectorului privat, dar și ampla majorare pe care au înregistrat-o spre finele anului cheltuielile bugetare (curente – în special bunuri și servicii și cheltuieli de personal, dar și de capital). Preluând aceste influențe, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a plasat la rândul ei pe un trend crescător, nivelul atins în decembrie 2007 fiind de 5,5 la sută (dublu față de cel de la jumătate anului).

BNR a continuat să întărească politica monetară în prima parte a anului 2008, operând în perioada ianuarie-iulie alte șase ajustări crescătoare consecutive, ce au cumulat 2,75 puncte procentuale. Cu toate acestea, rata anuală a inflației s-a menținut pe parcursul întregului an peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale de 3,8 la sută, nivelul înregistrat în decembrie fiind însă ușor inferior celui consemnat în perioada similară a anului 2007 (6,30 la sută, față de 6,57 la sută). Astfel, sub impactul deosebit de puternic al șocurilor pe partea ofertei, rata anuală a inflației a continuat să crească în trimestrul I – atingând în martie nivelul de 8,63 la sută –, s-a menținut aproape neschimbată pe parcursul următoarelor trei luni și a înregistrat apoi un nou puseu în iulie (9,04 la sută). Principalele efecte adverse au constat în creșterea în primele luni ale lui 2008 a dinamicii prețurilor volatile ale unor produse alimentare și a prețurilor administrate, dar și în accentuarea puternică pe parcursul primului semestru al anului a traiectoriei ascendente a prețului combustibililor (rata anuală de creștere a acestuia a urcat în iunie la 14,4 la sută, de la 5,6 la sută în decembrie 2007, fiind impulsionată în principal de creșterea rapidă a prețului internațional al petrolului), precum și a deprecierei leului. Și presiunile inflaționiste ale cererii s-au intensificat în acest interval, în condițiile în care creșterea economică s-a accelerat puternic – iar decalajul dintre nivelul realizat și cel potențial al PIB s-a lărgit continuu –, pe seama expansiunii rapide a dinamicii absorbției interne; aceasta s-a datorat accelerării creșterii investițiilor și consumului final al populației, susținută de prelungirea dinamicii alerte a veniturilor proprii ale firmelor și populației și a creditului acordat sectorului privat, precum și de sporirea semnificativă a cheltuielilor bugetare. Amplificarea și ulterior menținerea la valori deosebit de înalte a dinamicii cererii interne a impulsionat și creșterea importurilor, care, pe fondul continuării deprecierei leului, a mărit presiunile inflaționiste contemporane. Reflectând atât influențele directe, dar mai ales pe cele propagate ale șocurilor de natura ofertei și costurilor (inclusiv ale costurilor cu forța de muncă), cât și amplificarea presiunilor inflaționiste ale cererii și înrăutățirea așteptărilor inflaționiste, rata anuală a CORE2 ajustat și-a prelungit la rândul ei traiectoria crescătoare, urcând în iulie 2008 până la nivelul de 8,2 la sută. În acest context, prognozele trimestriale succesive ale evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu au pus în evidență nu doar o continuare a deteriorării perspectivelor inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare, dar și o relativă accentuare a riscurilor inflaționiste asociate proiecției.

Rata anuală a inflației a revenit pe un trend descendent în luna august 2008 - în condițiile decele-rării puternice a creșterii prețurilor volatile ale unor produse alimentare (reflectând în mare parte un efect de bază) și a celor administrate, precum și ale reluării tendinței de apreciere a leului. Dezinflația s-a încetinit însă în ultimul trimestru al anului, într-un context în care turbulențele reinflamate pe piața financiară internațională s-au transformat într-o profundă criză financiară și economică globală, schimbând astfel semnificativ natura provocărilor la adresa politicii

monetare. În această perioadă, banca centrală s-a confruntat, pe de o parte, cu riscul menținerii intensității ridicate a presiunilor inflaționiste ale cererii, cărora i s-au asociat efectele reamplificării presiunilor inflaționiste ale cursului de schimb – care a revenit pe un trend crescător și și-a sporit substanțial volatilitatea în condițiile creșterii aversiunii globale față de risc – precum și cu cel al înrăutățirii pe acest fond a anticipațiilor inflaționiste. Pe de altă parte, calibrarea reacției politicii monetare a fost complicată de creșterea puternică a incertitudinilor privind perspectivele economiei mondiale și implicațiile acestora asupra economiei naționale, în contextul extinderii și agravării rapide a efectelor adverse exercitate asupra sectorului real de amplificarea crizei financiare internaționale. Acestea i s-a alăturat tensionarea temporară a pieței monetare interne sub impactul turbulențelor financiare internaționale, iar mai târziu evidențierea primelor semne clare de încetinire a creșterii economice. În acest context, CA al BNR a decis să mențină neschimbat nivelul ratei dobânzii de politică monetară în perioada septembrie-decembrie 2008 (la 10,25 la sută) și să întrerupă astfel trendul ascendent al acestei variabile.

În primele luni ale anului 2009 rata anuală a inflației a continuat să se situeze deasupra limitei superioare a intervalului de ± 1 punct procentual din jurul punctului central al țintei; valoarea atinsă la finele lunii martie a fost chiar superioară celei din decembrie 2008, datorită puseului inflaționist generat de deprecierea semnificativă a leului – indusă de înrăutățirea percepției investitorilor asupra perspectivelor economiilor din Europa Centrală și de Est pe fondul accentuării crizei financiare și economice globale – precum și de devansarea creșterii accizelor la produsele din tutun. Cea mai recentă proiecție macroeconomică pe termen mediu a BNR a relevat însă perspectiva revenirii ratei anuale prognozate a inflației în intervalul de variație din jurul țintei în ultimul trimestru al anului curent, aceasta urmând să se plaseze în decembrie 2009 la nivelul de 4,4 la sută și să coboare apoi la finele anului 2010 la 2,8 la sută – nivel situat sub cel al țintei centrale (3,5 la sută).

Evidențierea tot mai pregnantă a tendinței de contracție a economiei românești și de decelerare, pe acest fond, a inflației într-un ritm anticipat a fi compatibil cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu a determinat banca centrală să inițieze în februarie 2009 un proces de relaxare prudentă a politicii monetare și să consolideze acest proces în luna mai (rata dobânzii de politică monetară a fost redusă cu 0,25, respectiv 0,5 puncte procentuale în februarie, respectiv mai 2009; totodată, rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadența reziduală mai mare de doi ani⁵⁷ a fost scăzută la zero). Argumente majore ale deciziilor adoptate de CA al BNR în acest interval – reprezentând premise ale consolidării sustenabile a dezinflației – le-au mai constituit accelerarea în cursul primelor luni din 2009 a ajustării dezechilibrului extern al economiei, succedată de amorțirea unei tendințe de relativă stabilizare a cursului de schimb, precum și perspectiva întăririi politicii fiscale și a celei de venituri, corespunzător angajamentelor asumate de autorități în cadrul acordului încheiat cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale. În plus, balanța riscurilor asociate perspectivei inflației se echilibrase, devenind chiar ușor dominată de factorii exercitând un efect dezinflaționist, cu toate că incertitudinile privind evoluțiile macroeconomice viitoare continuau să fie ridicate.

⁵⁷ Măsura a fost adoptată în ședința CA al BNR din data de 31 martie 2009, dar a intrat în vigoare în perioada de aplicare 24 mai-23 iunie 2009.

II.2.3. Cadrul operațional al politicii monetare

Cadrul operațional al politicii monetare a BNR și caracteristicile sale au un rol esențial în transmiterea impulsurilor acestei politici și în atingerea obiectivului fundamental al băncii centrale. De aceea, în ultimii patru ani acest cadru a suferit modificări succesive care au vizat adaptarea instrumentelor băncii centrale la contextul concret de implementare a politicii monetare. Totodată, aceste schimbări au urmărit să asimileze principiile generale – consacrate de practica internațională și de teoria de specialitate – care stau la baza configurării cadrului operațional al politicii monetare, cele mai importante fiind: (i) eficiența operațională a băncii centrale și (ii) simplitatea, transparența și eficiența din punct de vedere al costului instrumentelor de politică monetară. Un principiu specific care a direcționat modificările aduse cadrului operațional al BNR a fost cel de asigurare a compatibilității acestuia cu practicile și instrumentele BCE.

Asimilarea integrală a principiilor generale a continuat însă să fie restricționată de caracteristicile mediului în care aceste instrumente au acționat. Acest mediu a favorizat exacerbarea raportului conflictual al unor principii (ex.: eficiența operațională și eficiența de cost) sau chiar apariția unor incompatibilități între principii armonioase din punct de vedere teoretic (ex.: eficiența operațională și transparența sau simplitatea).

Pe parcursul ultimilor patru ani, BNR a utilizat în mod activ și flexibil componentele cadrului operațional al politicii monetare specific strategiei de țintire directă a inflației, banca centrală acționând, până în trimestrul III 2008 inclusiv, din poziția de debitor net în raport cu sistemul bancar. Rolurile principale în imprimarea gradului adecvat de restrictivitate condițiilor monetare în sens larg le-au deținut politica ratei dobânzii, controlul monetar exercitat de banca centrală și mecanismul rezervelor minime obligatorii. Pe lângă acestea, BNR a recurs însă și la un set cuprinzător de măsuri complementare, pe care le-a adoptat și implementat pentru a compensa scăderea temporară a eficacității instrumentelor tradiționale în contextul exacerbării presiunilor exercitate de intrările de capital.

Aceste pârghii suplimentare au fost utilizate de banca centrală, în special în anul 2005, în scopul apărării obiectivului de decelerare sustenabilă a inflației, în condițiile în care imprimarea restrictivității necesare politicii monetare – menită să contracareze presiunile cererii - a suferit puternice constrângeri exercitate de amplificarea intrărilor de capital speculativ⁵⁸. Confruntată cu dilema majoră creată de această conjunctură, BNR a procedat la o relaxare a politicii ratei dobânzii, apelând concomitent la măsuri de natură prudențială⁵⁹ și cu caracter administrativ⁶⁰, acestea având prioritar menirea să prezeve stabilitatea financiară, dar și să consolideze funcționalitatea și eficacitatea canalului creditului și, implicit, ale celui al ratei dobânzii (vezi caseta **Măsuri prudențiale și administrative adoptate de BNR**). Pentru a potența în perspectivă eficacitatea acestor măsuri, BNR a accelerat spre sfârșitul anului 2005 procesul de extindere a ariei sale de reglementare și supraveghere și asupra instituțiilor financiare nebankare, fiind finalizat proiectul actului normativ specific. Soluția utilizării acestui *mix* de măsuri

⁵⁸ BNR a renunțat în cursul primului trimestru al anului 2007 – după aderarea României la UE - la utilizarea pârghiei măsurilor de natură prudențială și administrativă la care a apelat începând cu anul 2005 pentru a tempera ritmul de creștere a creditului acordat sectorului privat.

⁵⁹ Acestea au constat în modificarea prevederilor normelor privind limitarea riscului de credit pentru persoanele fizice, în sensul înăsprii condițiilor de accesare a împrumuturilor bancare (implementată în 28 august 2005).

⁶⁰ Acestea s-au concretizat, în principal, în plafonarea gradului de expunere rezultat din acordarea de credite în valută persoanelor fizice și juridice (neacoperite în mod natural față de riscul valutar care induce risc de credit instituțiilor de credit finanțatoare) la maximum 300 la sută în raport cu fondurile proprii ale acestora (intrată în vigoare în 26 septembrie 2005).

complementare a fost justificată în principal de (i) riscul ridicat de producere a unei aprecieri excesive, urmată de o depreciere corectivă relativ brutală a leului și de (ii) pericolul creșterii prea rapide a creditului în valută, ambele putând compromite eforturile de realizare a stabilității monetare și de prezervare a stabilității financiare.

Măsurile prudențiale și administrative adoptate de BNR

Decembrie 2003 – Normele nr. 11, nr. 15 și nr. 16/2003, intrate în vigoare în februarie 2004:

- limitarea valorii ratelor și a dobânzii lunare la 30% din veniturile nete ale solicitantului și ale familiei pentru creditele de consum și la 35% din veniturile nete ale solicitantului și ale familiei pentru creditele ipotecare;
- stabilirea unui avans de 25% din valoarea bunurilor achiziționate și asigurarea de garanții personale sau reale, după caz;
- limitarea valorii creditului ipotecar la cel mult 75% din valoarea imobilului și stabilirea valorii garanțiilor la peste 133% din valoarea creditului

August 2005 – Norma nr. 10/2005:

- încorporarea normelor existente privind creditarea persoanelor fizice într-un singur act normativ;
- stabilirea nivelului maxim de îndatorare la 40% din veniturile nete ale solicitantului și ale familiei, cumulată pentru toate categoriile de credit;
- limitarea serviciului datoriei la 30% din veniturile nete ale solicitantului și ale familiei pentru creditele de consum și la 35% din veniturile nete ale solicitantului și ale familiei pentru creditele imobiliare

Septembrie 2005 – Norma nr. 11/2005 – nivelul creditelor în valuta stabilit la cel mult 300% din capitalul social

Octombrie 2006 – Norma nr. 20/2006 – extinderea la nivelul instituțiilor financiare nebancale a reglementărilor privind valoarea ratelor și a tuturor costurilor lunare.

Decembrie 2006 – abrogarea Normei nr. 11/2005 privind gradul de expunere la creditarea în valută

Martie 2007 – Regulamentul nr. 3/2007:

- nivelurile maxime admise pentru gradul total de îndatorare și condițiile de garantare pe fiecare tip de credit se stabilesc de către bănci și IFN-uri;
- abrogarea Normelor nr. 10/2005 și nr. 20/2006;
- până la validarea normelor proprii de către BNR, nivelul maxim al gradului de îndatorare se menține la 40%.

Februarie 2008 – Regulamentul nr. 4/2008 pentru modificarea și completarea Regulamentului nr. 5/2002 privind clasificarea creditelor și plasamentelor, precum și constituirea, regularizarea și utilizarea provizioanelor specifice de risc de credit și a normelor metodologice pentru aplicarea acestuia. Intrat în vigoare în martie 2008.

August 2008 – Regulamentul nr. 11/2008 pentru modificarea și completarea Regulamentului BNR nr.3/2007 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice (cu efecte din octombrie 2008).

- capacitatea de rambursare se stabilește la cel mult 20% din venitul anului anterior declarat în fișa fiscală/documentul fiscal la administrația financiară;
- gradul de îndatorare se diferențiază în funcție de destinația creditului, moneda de creditare, tipul de dobândă, termenul de acordare, calitatea garanției;
- gradul de îndatorare este stabilit în funcție de riscul valutar, de riscul ratei dobânzii și de posibilitatea majorării costului creditului prin alte cheltuieli (comisioane, administrare, alte prevederi din contract);
- gradul de îndatorare este calculat pe baza celei mai mari majorări a ratei medii a dobânzii la creditele noi ale gospodăriilor populației, a celei mai mari aprecieri a leului față de valuta de acordare a creditului și a celei mai mari creșteri a comisioanelor și a altor cheltuieli de administrare din intervalul martie 2007-august 2008.

Relaxarea politicii ratei dobânzii s-a realizat prin coborârea ratelor dobânzilor reprezentative ale BNR, dar mai ales prin (i) maniera de derulare a operațiunilor de piață ale băncii centrale: licitații de volum cu plafon al ratei dobânzii implicit inferior ratei dobânzii de politică monetară în cazul depozitelor atrase și, ulterior, prin (ii) inițierea practicii sterilizării parțiale a excedentului de monedă (în august 2005), depozitele atrase diminuându-și considerabil ponderea în favoarea facilității de depozit care a fost intens utilizată de către bănci.

BNR a accentuat însă spre finele anului fermitatea controlului exercitat asupra lichidității și a menținut această atitudine de-a lungul celei mai mari părți a anului 2006, sporirea rolului operațiunilor de piață în drenarea excedentului de lichiditate de pe piața monetară având drept consecință creșterea ratei medii a dobânzii plasamentelor băncilor la BNR și eliminarea treptată a ecartului acesteia față de rata dobânzii de politică monetară. Controlul exercitat de banca centrală asupra lichidității a fost din nou relaxat ușor temporar în decembrie 2006 și în prima parte a lui 2007, ca reacție la accelerarea puternică a aprecierii leului produsă pe fondul apropierii momentului aderării României la UE, fermitatea lui fiind însă ulterior crescută și menținută consecvent până la finele lui 2008.

Principalul instrument de politică monetară l-a constituit în perioada 2005-septembrie 2008 atragerea de depozite, care s-a realizat de regulă prin licitație de volum – rata fixă⁶¹ de dobândă atașată acestor plasamente fiind rata dobânzii de politică monetară –, ofertele transmise de bănci fiind de cele mai multe ori acceptate integral de banca centrală⁶². BNR a operat modificări succesive ale caracteristicilor acestui instrument, urmărind astfel să crească eficacitatea gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, a influenței exercitate de instrumentele de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață. Astfel, frecvența operațiunilor de atragere de depozite a fost standardizată – ele fiind derulate începând din a doua parte a lunii februarie 2006 o dată pe săptămână –, iar scadența lor a fost redusă de la o lună la 2 săptămâni (iulie 2007) și apoi la o săptămână (mai 2008).

Drenarea excedentului de lichiditate s-a realizat și prin emiterea de certificate de depozit, însă rolul acestora a scăzut treptat, ultima emisiune fiind efectuată în septembrie 2007. Totodată, sporadic, banca centrală a suplimentat operațiunile de piață monetară standard cu licitații ad-hoc de depozite pe scadențe mai scurte decât cea aferentă principalului instrument de politică monetară, acestea fiind derulate în special în perioadele în care injecțiile ample de lichiditate generate de factorii autonomi (în special de Trezorerie) au necesitat sporirea efortului de sterilizare al băncii centrale.

Eficacitatea operațiunilor de piață monetară a fost potențată și de modificările pe care banca centrală le-a adus instrumentului facilităților permanente oferite băncilor. Astfel, pentru a ameliora transmiterea semnalelor de politică monetară și a reduce amplitudinea fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară, BNR a diminuat începând din luna august 2007 amplitudinea coridorului format în jurul ratei dobânzii de politică monetară de ratele dobânzilor facilităților permanente, majorând rata dobânzii pentru facilitatea de depozit de la 1 la sută la 2 la sută și reducând-o pe cea aferentă facilității de creditare de la 14 la sută la 12 la sută;

⁶¹ Exceptând perioada iulie-septembrie 2007, când licitațiile pentru atragerea de depozite s-au organizat la rată variabilă a dobânzii, rata dobânzii de politică monetară fiind rata maximă acceptată.

⁶² Ofertele băncilor au fost acceptate parțial în perioada ianuarie-martie 2006, respectiv decembrie 2006-mai 2007.

în mai 2008, acestui coridor i-a fost imprimat un caracter simetric, amplitudinea sa fiind restrânsă la valoarea de ± 4 puncte procentuale⁶³.

Configurația cadrului operațional al politicii monetare a fost marcată și de modificările relativ frecvente pe care banca centrală le-a adus instrumentului rezervelor minime obligatorii (vezi caseta **Modificările instrumentului rezervelor minime obligatorii**); în perioada 2005-septembrie 2008, acestea au fost îndreptate în principal în direcția majorării costului atragerii de resurse în valută de către instituțiile de credit, implicit în direcția creșterii restrictivității condițiilor monetare în sens larg.

Cea mai recentă schimbare de proporții – având însă un caracter *de facto* – produsă la nivelul cadrului operațional al politicii monetare a survenit în ultimul trimestru al anului 2008, în condițiile în care, pe fondul continuării diminuării excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar, lichiditatea netă a băncilor⁶⁴ a devenit negativă. În aceste condiții, în premieră pentru ultimii zece ani, rolul principal în gestionarea lichidității și în influențarea ratelor dobânzilor interbancare a fost preluat de operațiunile de injecție monetară, BNR revenind începând cu octombrie în poziția de creditor al sistemului bancar.

Modificările instrumentului rezervelor minime obligatorii

August 2004 - creșterea ratei rezervelor minime obligatorii pentru depozitele în valută cu scadența de peste doi ani de la 25 la sută la 30 la sută.

Februarie 2005 – extinderea măsurii de mai sus pentru depozitele cu scadența mai mare de doi ani dacă acestea au fost contractate după 24 februarie 2005.

Iulie 2005 – aplicarea unei rate a rezervelor obligatorii diferită de 0 la sută pentru toate pasivele în valută, indiferent de scadență sau data contractării, în două etape:

- pentru perioada de aplicare 24 iulie- 23 august 2005, s-a aplicat rata de 15 la sută la pasivele în valută cu scadența mai mare de doi ani atrase înainte de 23 februarie 2005;
- pentru perioada de aplicare 24 august- 23 septembrie 2005 s-a aplicat rata de 30 la sută pentru toate pasivele în valută.

August 2005 – reducerea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei cu scadența sub doi ani de la 18 la sută la 16 la sută.

Ianuarie 2006 – creșterea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută de la 30 la sută la 35 la sută.

Martie 2006 – creșterea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută de la 35 la sută la 40 la sută.

Iulie 2006 - creșterea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei de la 16 la sută la 20 la sută.

Octombrie 2007 – stabilirea ratei rezervelor minime obligatorii de 0 la sută pentru băncile de economisire și creditare în domeniul locativ; eliminarea sumelor în tranzit din baza de calcul.

Noiembrie 2008 – reducerea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei de la 20 la sută la 18 la sută.

Martie 2009 - reducerea de la 40 la sută la zero a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani, începând cu perioada de aplicare 24 mai-23 iunie 2009.

⁶³ În luna mai 2008, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit, precum și rata dobânzii pentru facilitatea de creditare au fost majorate de la 2 la sută la 5,75 la sută și, respectiv, de la 12 la sută la 13,75 la sută, în condițiile în care rata dobânzii de politică monetară a fost de 9,75 la sută.

⁶⁴ Lichiditatea netă a băncilor = excedentul structural de lichiditate – rezervele minime obligatorii ale instituțiilor de credit.

Tranziția nu a fost însă lină, având în vedere că această schimbare structurală – în sine de natură să amplifice incertitudinea instituțiilor de credit privind condițiile curente ale lichidității și evoluția acestora pe termen scurt – s-a suprapus unei perioade în care pe principalele segmente ale pieței financiare s-au produs puternice mișcări disturbatoare. Urmărind să asigure funcționarea adecvată a pieței monetare interbancare în acest context dificil, BNR și-a adaptat maniera de gestionare a lichidității din sistemul bancar, furnizând rezerve prin intermediul facilității de creditare, al operațiunilor de *swap* valutar și al celor repo. Totodată, la finele lunii octombrie, BNR a redus de la 20 la sută la 18 la sută rata RMO aferentă pasivelor în lei ale băncilor (începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2008). Pe acest fond, piața s-a detensionat treptat, iar randamentele pe termen scurt s-au reappropriat de rata dobânzii de politică monetară. Pentru a consolida aceste tendințe favorabile, în ianuarie 2009 BNR a decis ca operațiunile de piață monetară să fie utilizate activ pentru gestionarea lichidității, măsura fiind menită să asigure funcționarea fluentă a pieței monetare interbancare și, implicit, condițiile necesare continuării procesului de intermediere financiară.

În acest context, începând din aprilie 2009, operațiunile repo, pe scadența de o lună, derulate prin licitație, au devenit principalul instrument de politică monetară al BNR, rata fixă de dobândă atașată acestora reprezentând rata dobânzii de politică monetară.

Schimbarea poziției băncii centrale în raport cu sistemul bancar nu a exclus însă formarea sporadică a unor surplusuri de lichiditate, a căror drenare s-a realizat prin intermediul facilității de depozit, precum și prin atragerea de depozite și operațiuni reverse repo; volumele de rezerve astfel absorbite au fost însă relativ reduse, menținându-se sub nivelul celor injectate.

Concluzii

Banca Națională a României a adoptat oficial strategia de țintire directă a inflației în august 2005. Prin recurgerea la această schimbare, BNR a consolidat cadrul analitic și decizional necesar pentru asigurarea consecvenței în urmărirea realizării obiectivului fundamental atribuit băncii centrale prin statutul acesteia, cel de stabilitate a prețurilor.

Prin formalizarea riguroasă a procesului de analiză, prognoză și decizie, aplicarea noii strategii a condus la clarificări conceptuale necesare pentru creșterea coerenței comunicării în cadrul băncii centrale și pentru concertarea acțiunilor structurilor funcționale și decizionale ale acesteia în vederea atingerii obiectivului fundamental. În același timp, formalizarea conceptuală și abordarea într-o manieră proactivă a politicii monetare au facilitat eficiența comunicării și a cooperării BNR cu guvernul, cu structurile Băncii Centrale Europene și ale Comisiei Europene, cu instituțiile financiare internaționale. În plus, evidențierea clară a responsabilității asumate de BNR pentru atingerea țintei de inflație și creșterea substanțială a transparenței politicii monetare a sporit claritatea mesajelor transmise publicului de către banca centrală, sprijinind demersul acesteia de ancorare a anticipațiilor privind inflația.

În implementarea noii strategii de politică monetară, BNR a urmărit cu consecvență nu numai încadrarea în țintele de inflație stabilite de Consiliul de administrație în urma unui proces consensual derulat împreună cu Guvernul, ci și sustenabilitatea procesului de dezinflație programat. Aceasta s-a concretizat în pragmatismul și flexibilitatea aplicării strategiei, în cadrul căreia obiectivele pe termen scurt au fost subordonate celor pe termen mediu și lung. În intervalul scurs de la adoptarea regimului de țintire directă a inflației, mediul macroeconomic intern a fost grevat de o multitudine de transformări structurale și de șocuri provenite de la factori din afara ariei de influență a politicii monetare. În acest context, preocuparea pentru sustenabilitatea dezinflației a implicat o atenție sporită acordată de către BNR și unor obiective complementare, cu precădere menținerea stabilității sistemului financiar și atenuarea dezechilibrului extern survenit pe parcurs. Importanța critică a acestor obiective a fost subliniată de agravarea crizei financiare și economice globale și de propagarea efectelor acesteia asupra economiei naționale cu începere din trimestrul IV 2008.

Dincolo de obiectivele legate de țintele multianuale subordonate obiectivului asigurării stabilității prețurilor, Banca Națională a impulsionat la nivel instituțional și a rămas dedicată în toată această perioadă îndeplinirii criteriilor necesare în vederea atingerii obiectivului strategic de aderare pe termen mediu la Mecanismul Cursului de Schimb II (ERM II) și, ulterior, de adoptare a monedei comune (euro)⁶⁵.

În termenii obiectivului fundamental asumat în perioada 2005-2008, rata anuală a inflației IPC (sfârșit de perioadă) s-a menținut în cadrul țintei definite de punctul central și intervalul de ± 1 punct procentual din jurul acestuia în aproximativ 44 la sută din numărul total de cazuri⁶⁶. În același interval de referință, rata efectivă a inflației IPC s-a plasat sub valoarea țintei centrale de inflație în aproximativ 31 la sută din situații.

⁶⁵ Pentru detalii, a se vedea prima ediție a *Programului de Convergență*, publicată în ianuarie 2007.

⁶⁶ Aprecierile au în vedere comparația între ratele trimestriale efective ale inflației IPC și țintele anuale de inflație stabilite de Consiliul de administrație al BNR împreună cu Guvernul, interpolate trimestrial.

Din perspectiva îndeplinirii criteriului de stabilitate a prețurilor, este de remarcat că distribuția magnitudinii abaterilor de la intervalul țintit a fost corelată în mare măsură cu cea a intensității manifestării unor șocuri exogene (interne și/sau externe), aflate în afara controlului exercitat de către decidenții de politică economică. De exemplu, pentru intervalul 2005-2008, magnitudinea cea mai ridicată a abaterilor ratei efective a inflației IPC de la valorile țintelor asumate de BNR s-a înregistrat începând cu trimestrul IV 2007, pe fondul receptării unor șocuri de natura ofertei ce s-au manifestat la nivel global (cu efecte directe asupra prețului petrolului sau asupra prețurilor produselor agroalimentare) sau care au afectat în mod specific economia românească (tendința de depreciere a leului inițiată la jumătatea anului 2007 sau creșterile salariale în exces față de dinamica productivității muncii).

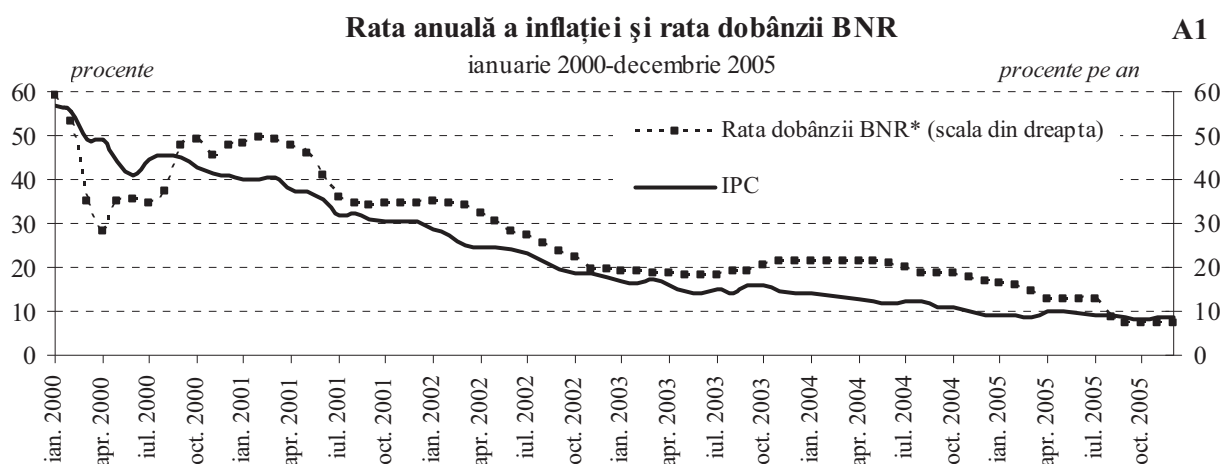
Retrospectiv, pornind de la aceste observații, s-ar putea supune discuției oportunitatea stabilirii inițiale a țintei de inflație în termenii întregului coș al bunurilor de consum (IPC)⁶⁷, în condițiile în care șocuri exogene de natura celor menționate anterior au deținut potențialul de a influența negativ anticipațiile inflaționiste ale agenților economici⁶⁸. Cu toate acestea, în condițiile în care rata inflației IPC s-a bucurat încă de la început de avantajul familiarității mai ridicate în rândul publicului, avantajele asociate utilizării acestui indicator s-au dovedit precumpănitoare, asigurând o transparență și o credibilitate sporite deciziilor de politică monetară.

Intervalul de timp scurs de la adoptarea strategiei de țintire directă a inflației este relativ scurt pentru a permite operaționalizarea unor analize empirice relevante care să permită concluzii ferme cu privire la aportul acesteia la performanța economiei din ultimii ani. Cu toate acestea, clarificările conceptuale operaționalizate în cadrul noului regim, fundamentarea mai riguroasă a deciziilor de politică monetară și, nu în ultimul rând, îmbunătățirea procesului de comunicare a băncii centrale cu publicul larg reprezintă atuuri de necontestat ce pot fi legate în mod direct de implementarea de către BNR a acestei strategii de politică monetară.

⁶⁷ Conform structurii coșului IPC utilizat în 2009, ponderea totală deținută de produsele cu prețuri administrate și de cele cu prețuri volatile ale bunurilor agroalimentare și combustibililor este de aproximativ 33 la sută.

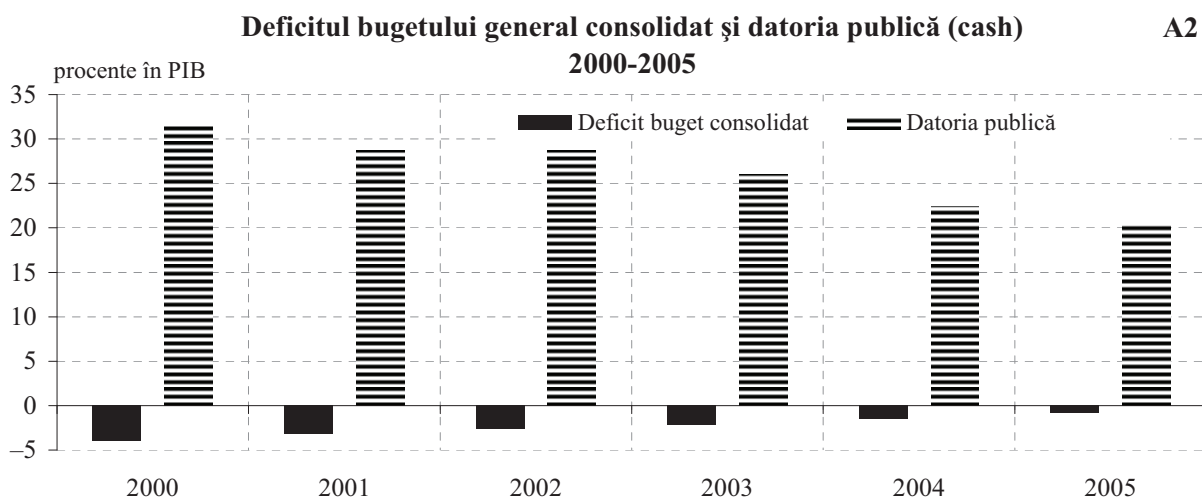
⁶⁸ De exemplu, în intervalul 2005 T1-2007 T3, spre deosebire de rata inflației întregului coș al bunurilor de consum (IPC), rata inflației de bază CORE2 nu a înregistrat nicio abatere de la ținta de inflație stabilită de BNR, abaterile ulterioare fiind rezultatul unor șocuri negative de ofertă, cu efect în principal asupra cursului de schimb al leului.

Grafice

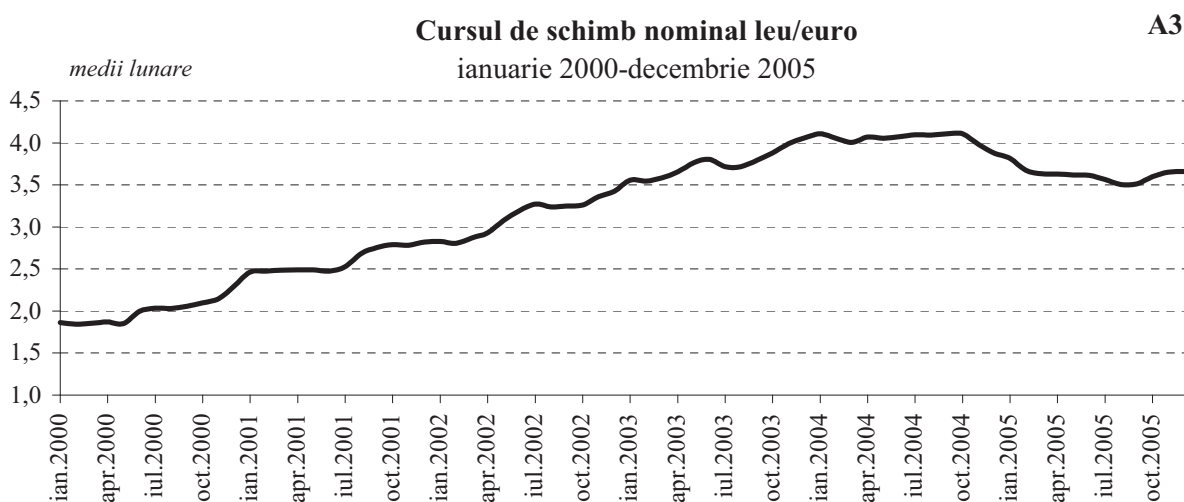


* Randament mediu al depozitelor atrase până în octombrie 2002 și ulterior plafonul ratei dobânzii depozitelor atrase pe termen de o lună

Sursa: INS, BNR



Sursa: MFP, INS



Sursa: BNR

Principalii indicatori de analiză ai sistemului bancar

A4

Denumirea indicatorului	procente						
	1999*	2000	2001	2002	2003	2004**	2005**
Raport de solvabilitate 1 (>12%)	17,9	23,8	28,8	25,0	21,2	20,6	21,1
Raport de solvabilitate 2 (>8%***)	15,8	18,9	26,2	22,9	18,2	-	-
Rata capitalului propriu (Capital propriu / Total activ)	7,5	8,6	12,1	11,6	10,9	8,9	9,2
Credite restante și îndoielnice / Total portofoliu credite (valoare netă)****	...	0,6	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3
Total creanțe restante și îndoielnice / Total activ (valoare netă)	2,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Total creanțe restante și îndoielnice (valoare netă) / Capital propriu *****	31,2	3,3	2,7	2,0	2,0	2,1	1,4
Total creanțe restante și îndoielnice (valoare netă) / Surse atrase și împrumutate	2,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Rata riscului de credit (Expunere neajustată, aferentă creditelor și dobânzilor clasificate în categoriile îndoielnic și pierdere / Total credite și dobânzi clasificate, exclusiv elementele în afara bilanțului)	35,4	3,8	2,5	1,1	3,4	2,9	2,6
Rata generală de risc	40,7	38,7	39,7	42,9	50,7	47,0	47,6

* Anul 1999 reprezintă începutul procesului de asanare și consolidare a sectorului bancar, urmat de o perioadă de stabilizare a performanțelor acestuia.

** Au fost incluse și sucursalele băncilor străine și CREDITCOOP

*** În baza Normelor BNR nr. 12/2003, raportul de solvabilitate 2 nu a mai fost reglementat.

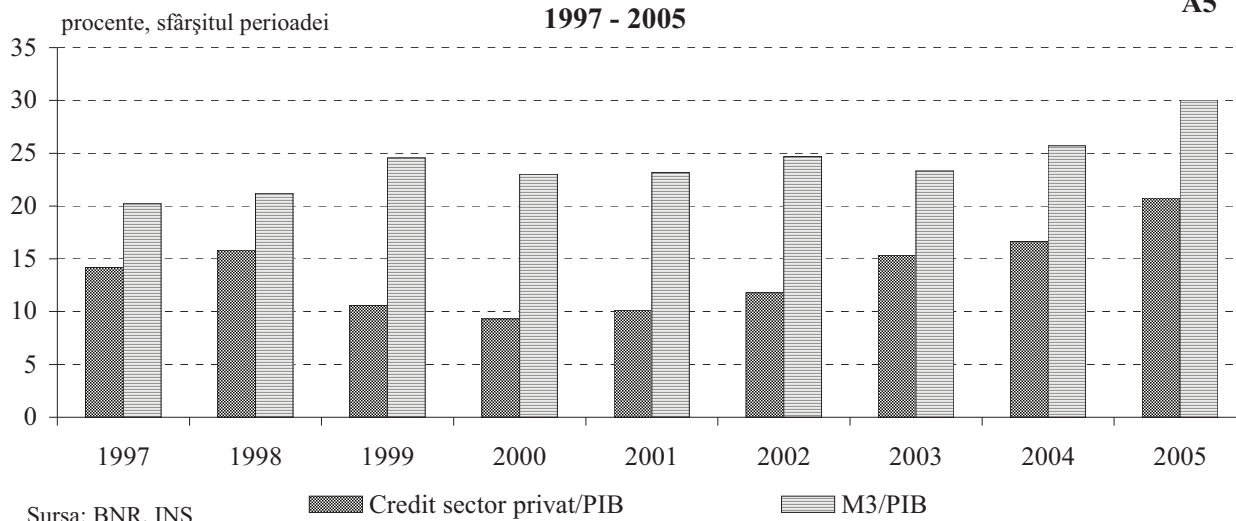
**** Indicatorul a fost calculat în baza Circularei BNR nr. 6/2000.

***** Capitalul propriu raportat de bănci în situația fondurilor proprii.

Sursa: BNR

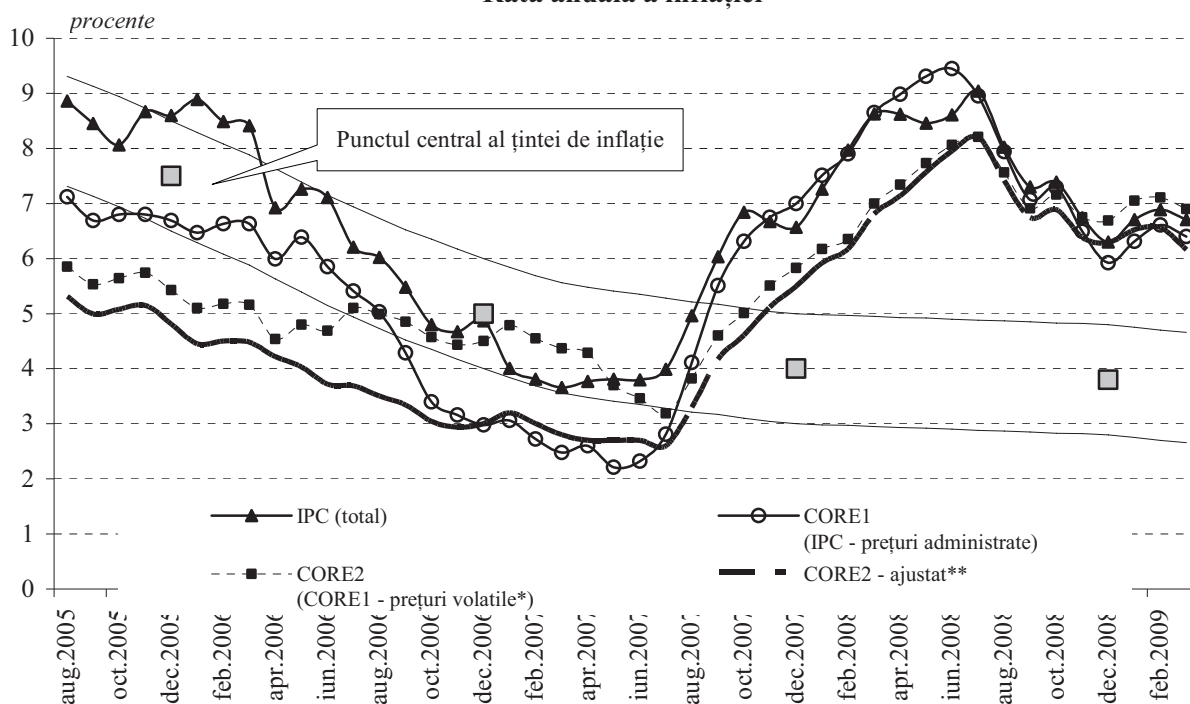
Adâncimea financiară 1997 - 2005

A5



Rata anuală a inflației

A6



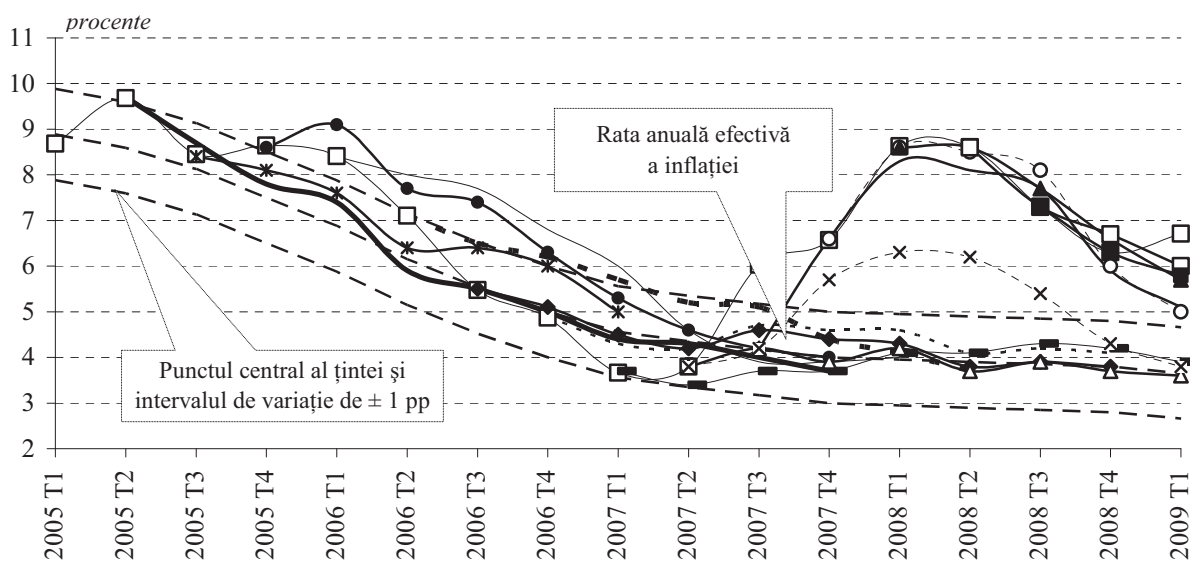
*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

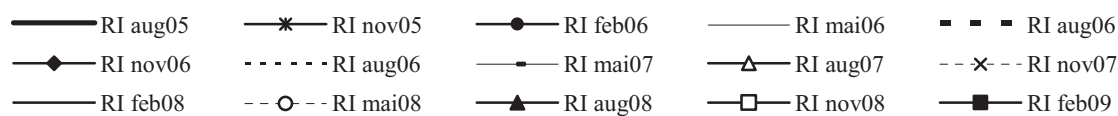
Sursa: INS, BNR

Îndeplinirea forecast-ului ratei inflației

A7



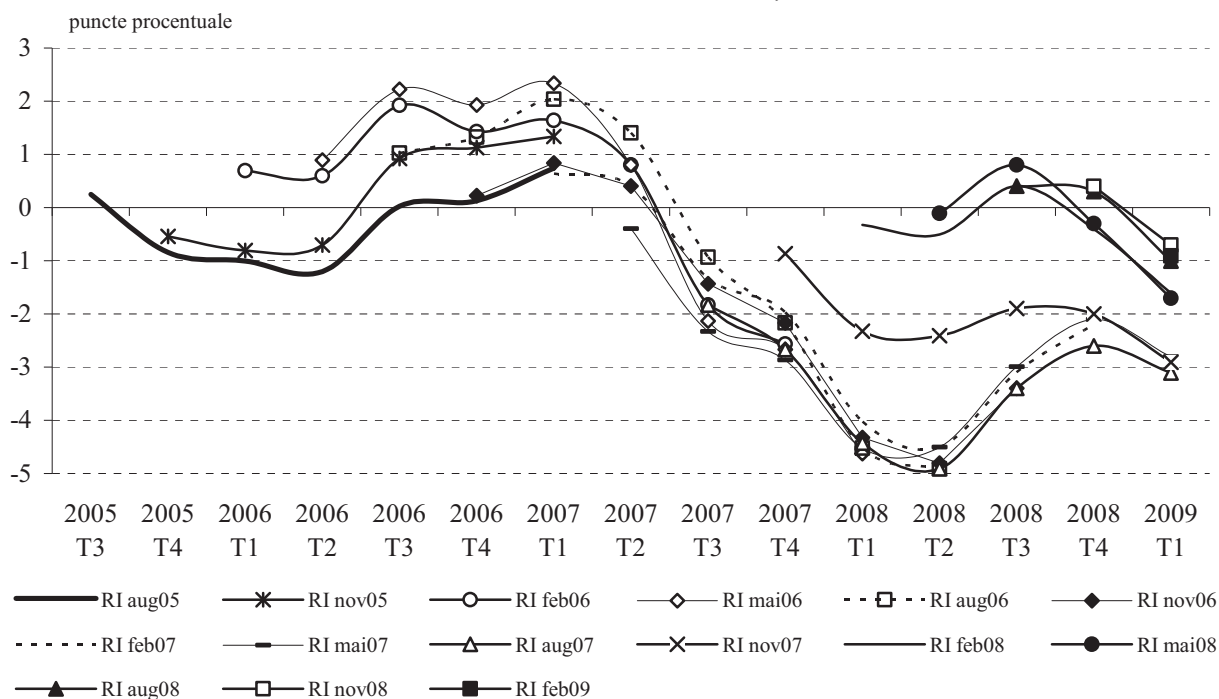
Rata anuală prognozată a inflației:



Sursa: BNR, INS

Îndeplinirea proiecției de inflație (diferența dintre rata anuală prognozată a inflației și rata anuală efectivă a inflației)

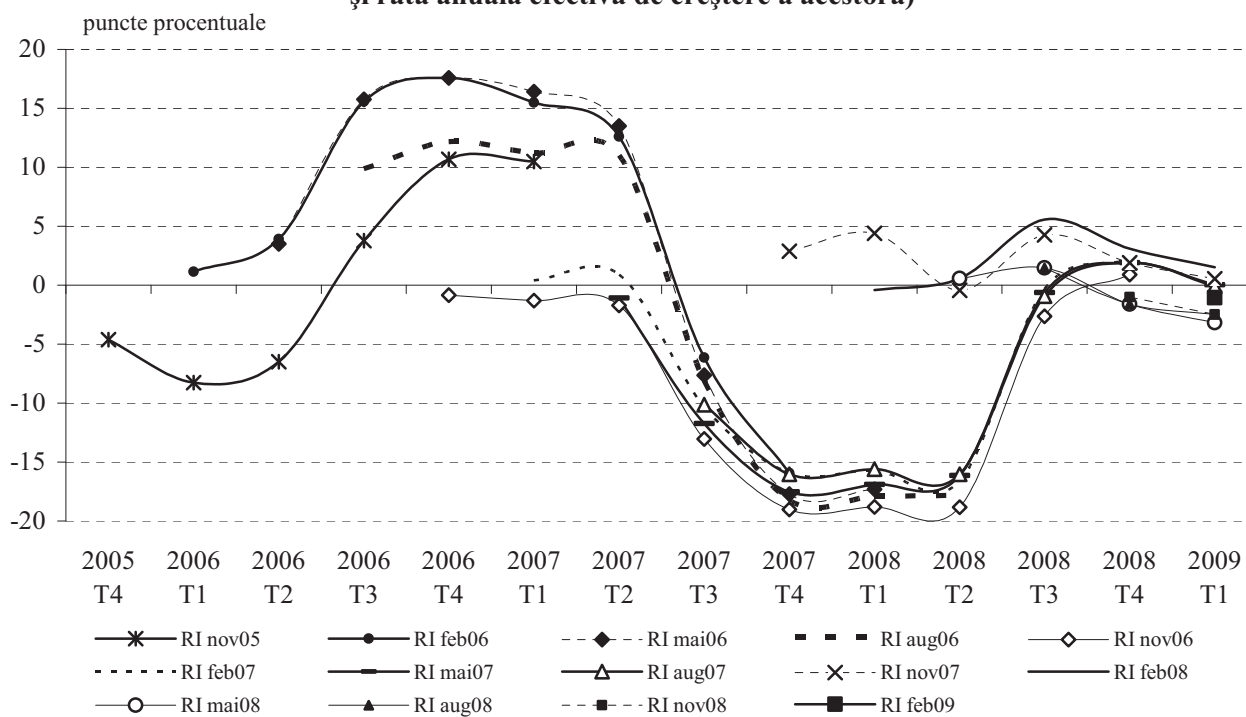
A8



Sursa: BNR, INS

Îndeplinirea proiecției privind prețurile LFO (diferența dintre rata anuală prognozată de creștere a prețurilor LFO și rata anuală efectivă de creștere a acestora)

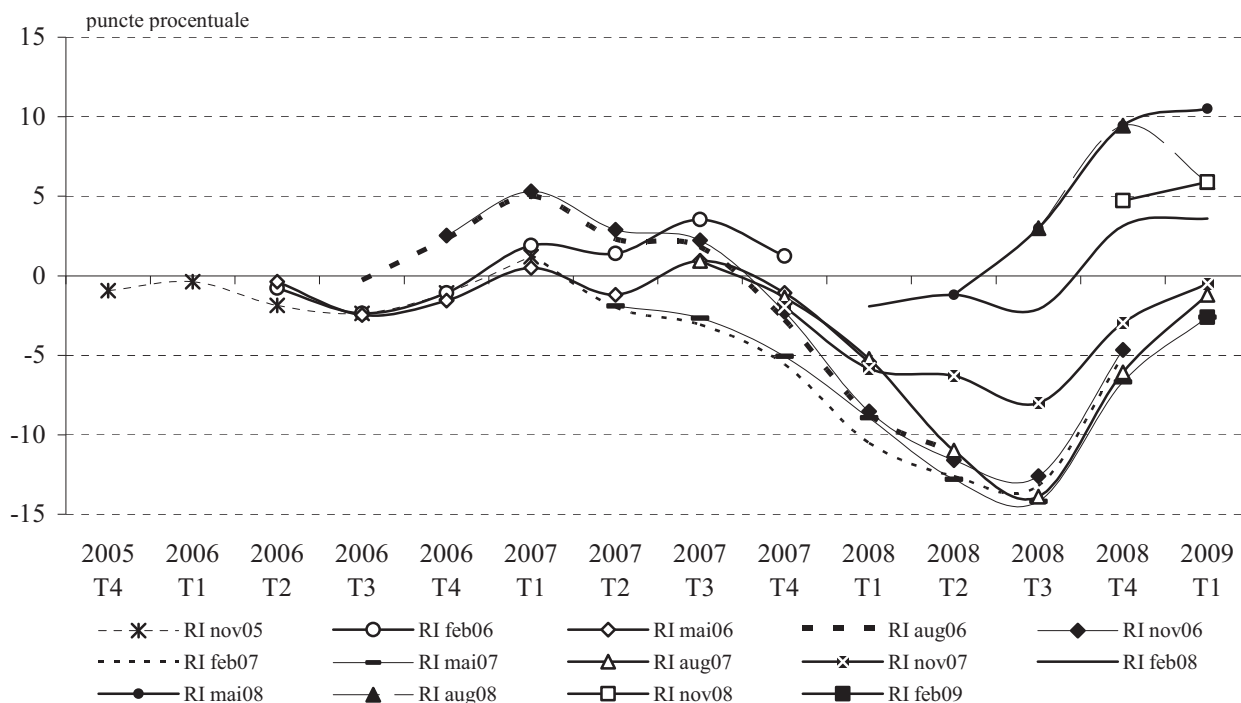
A9



Sursa: BNR, INS

Îndeplinirea proiecției privind prețurile combustibililor (diferența dintre rata anuală prognozată de creștere a prețurilor combustibililor și rata anuală efectivă de creștere a acestora)

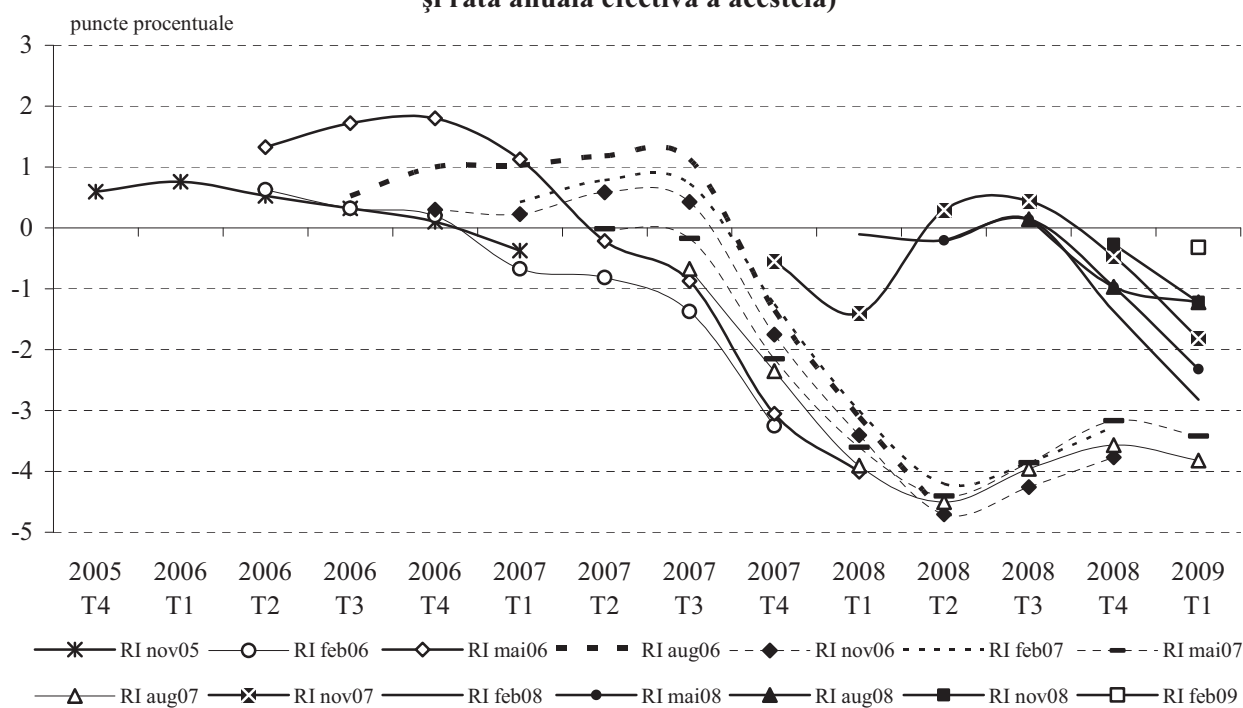
A10



Sursa: BNR, INS

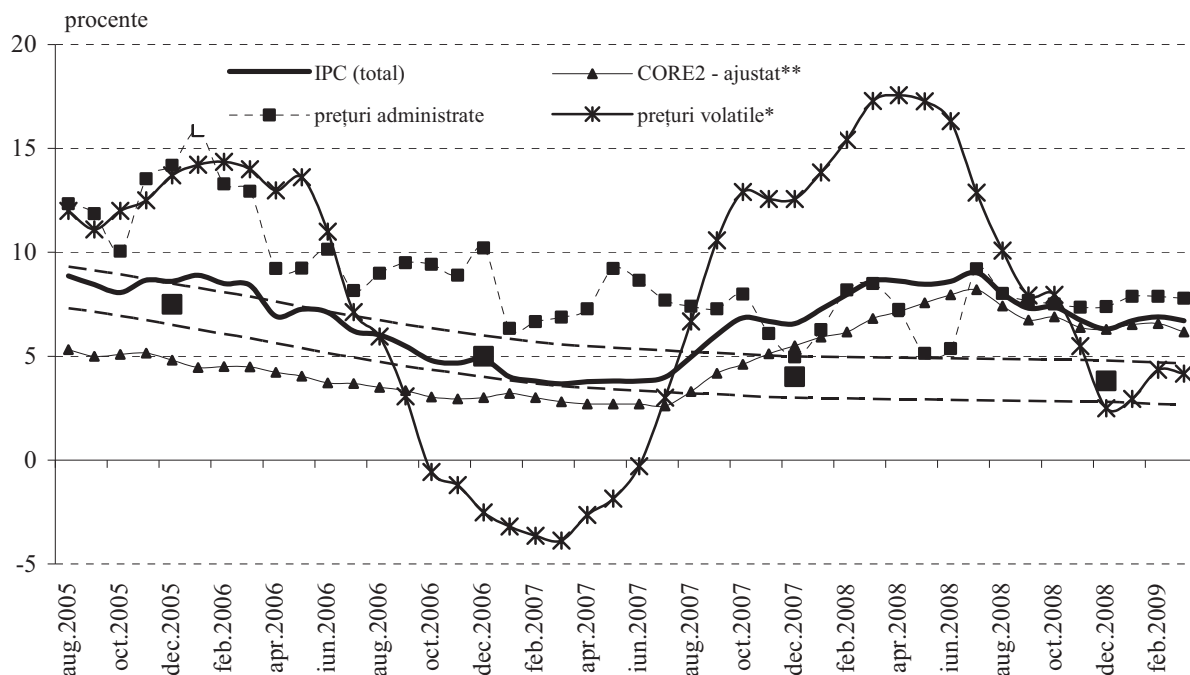
Îndeplinirea proiecției privind CORE2 (diferența dintre rata anuală prognozată a CORE2 și rata anuală efectivă a acesteia)

A11



Sursa: BNR, INS

Îndeplinirea țintei de inflație



*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: BNR, INS

Cursul de schimb leu/euro



Sursa: BNR