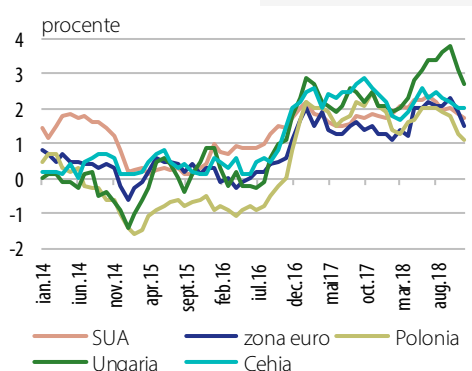


Caseta 5. Conduita politicilor monetare ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune în anul 2018

După ce au urcat și s-au menținut în 2017 pe un palier ridicat în raport cu nivelurile foarte joase prevalente în precedenții doi ani, ratele anuale ale inflației din SUA, zona euro și statele din regiune și-au accentuat oscilațiile în anul 2018, tinzând însă să rămână, cu unele excepții, în apropierea țintelor băncilor centrale (Grafic A).

Fluctuațiile au fost cvasisincronizate, având drept factori comuni corecția descendentă din primele luni ale anului a prețurilor internaționale ale unor produse agroalimentare, precum și ascensiunea ulterioară relativ alertă a cotației petrolului, succedată de un declin abrupt spre finele perioadei. În schimb, diferențe semnificative au caracterizat profilurile inflației de bază, reflectând presiunile specifice ale factorilor fundamentali din aceste economii. Astfel, dacă în zona euro și în Polonia rata anuală a inflației core a rămas mult sub obiectivul băncilor centrale, în SUA ea a urcat și a tins să se mențină în apropierea acestuia, pentru ca în Cehia și Ungaria să avanseze consistent în a doua parte a anului și să ajungă la limita de sus a intervalului de variație al țintei, respectiv în apropierea punctului său central (Tabel A).

Grafic A
Rata anuală a inflației în zona euro, SUA și statele din regiune



Notă: Rata anuală a inflației este calculată pe baza IPC național, cu excepția SUA, unde aceasta este determinată pe baza indicelui *personal consumption expenditure*.

Sursa: Bloomberg

Tabel A. Evoluții macroeconomice și conduita politicii monetare în țări dezvoltate și din regiune

	Ținta/ obiectivul de inflație ^{b,c}	Rata anuală a inflației				Rata dobânzii de politică monetară ^{b,c}		Gap-ul PIB ^{b,c}	Soldul bugetului consolidat, % din PIB ^{**}			Soldul contului curent, % din PIB		
		2018 (medie)	2018 (sf. per.)	Proiecție ^{a,b,c}		dec. 2017	dec. 2018		2018	Proiecție ^a		2018	Proiecție ^a	
				2019 (medie)	2020 (medie)					2019	2020		2019	2020
Zona euro	sub, dar aproape de 2 la sută	1,8 ^a	1,5 ^c	1,6 (1,1-2,1)	1,7 (0,9-2,5)	0	0	pozitiv și în creștere	-0,5 ^a	-0,8 ^d	-0,7 ^d	2,9 ^c	2,7 ^c	2,6 ^c
SUA	2 la sută	2,0 ^f	1,8 ^f	1,9 ^{***}	2,1 ^{***}	1,25-1,50	2,25-2,50	pozitiv și în creștere	-3,8 ^g	-4,6 ^g	-4,6 ^g	-2,4 ^d	-2,6 ^d	-2,8 ^d
Polonia	2,5 la sută ±1 pp	1,7 ^e	1,1 ^e	3,2	2,9	1,5	1,5	pozitiv și în creștere	-0,4 ^a	-0,9 ^d	-1,0 ^d	-0,7 ^a	-0,9 ^d	-1,3 ^d
Ungaria	3 la sută ±1 pp	2,9 ^e	2,7 ^e	2,9	3,0	0,9	0,9	ușor pozitiv	-2,2 ^a	(-1,6)-(-1,7) ^b	(-1,4)-(-1,6) ^b	0,4 ^a	0,7 ^b	1,3 ^b
Cehia	2 la sută ±1 pp	2,1 ^e	2,0 ^e	2,6	2,0	0,50	1,75	pozitiv și în restrângere	0,9 ^a	1,3 ^b	1,5 ^b	0,3 ^a	0,6 ^b	0,6 ^b
România	2,5 la sută ±1 pp	4,64 ^e	3,27 ^e	2,9 (sf. per.)	3,1 (sf. per., T3)	1,75	2,50	pozitiv și în creștere	-3,0 ^a	-3,4 ^d	-4,7 ^d	-4,5 ^a	-4,2 ^d	-4,5 ^d

^a) valorile prognozate corespund ultimelor proiecții realizate de băncile centrale în anul 2018, respectiv proiecției din toamna 2018 a Comisiei Europene

^{**}) cu excepția SUA, deficitul bugetar este calculat conform metodologiei SEC 2010

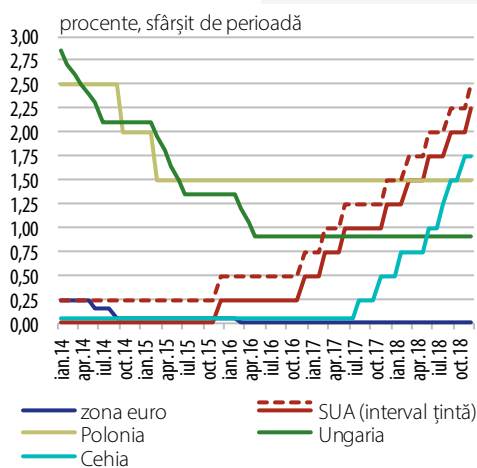
^{***}) rată medie trimestrul IV din anul T față de rată medie trimestrul IV din anul T-1

Sursa: a) Eurostat, b) băncile centrale naționale, c) BCE, d) Comisia Europeană (AMECO), e) institute/oficii naționale de statistică, f) Bureau of Labor Statistics, g) US Congressional Budget Office

Evoluțiile au survenit pe fondul accelerării ritmului expansiunii economice în SUA, inclusiv sub impactul stimulului fiscal, dar al moderării acestuia în zona euro după dinamica de excepție din anul precedent, pe fondul relativei slăbiri a cererii externe, precum și al unor influențe adverse manifeste în unele sectoare (în principal, cel auto)

Grafic B

Rata dobânzii de politică monetară în zona euro, SUA și statele din regiune



Sursa: Bloomberg

sau chiar la nivelul unor economii. În regiune, avansul economic a rămas robust și chiar s-a accelerat în Polonia și Ungaria, dar s-a temperat în Cehia. Date fiind condițiile economice specifice, s-au conturat tot mai clar divergențe între conduitele politicilor monetare, atât la nivelul băncilor centrale majore, cât și în plan regional (Grafic B).

Astfel, pentru a asigura convergența susținută a ratei anuale a inflației către obiectivul său de inflație¹, Banca Centrală Europeană a păstrat în anul 2018 conduita foarte acomodativă a politicii monetare, prin menținerea ratelor dobânzilor-cheie la niveluri minime istorice², continuarea derulării achizițiilor de active financiare în cadrul *Asset Purchase Programme* (APP) – în condițiile reducerii, totuși, în ianuarie a ritmului lor lunar, de la 60 miliarde euro la 30 miliarde euro³–, precum și prin ajustarea comunicării privind intențiile viitoare ale politicii monetare (*forward guidance*).

La mijlocul anului⁴, Consiliul Guvernatorilor a anunțat totuși scăderea, începând cu luna septembrie 2018, a ritmului lunar al cumpărărilor nete de active financiare (la 15 miliarde euro) și stoparea acestora în decembrie, în contextul în care economia zonei euro și-a continuat expansiunea generalizată – deși în condițiile unei temperări față de dinamica de excepție din 2017 –, iar balanța riscurilor la adresa perspectivei acesteia a rămas echilibrată, în pofida accentuării riscurilor provenind din volatilitatea pieței financiare și din protecționismul global. Totodată, nivelul ridicat de utilizare a capacităților de producție, tensionarea pieței muncii și dinamizarea câștigurilor salariale erau de natură să sprijine acumularea pe mai departe a presiunilor inflaționiste, proiecțiile macroeconomice ale Eurosistemului indicând în acest context o convergență treptată a ratei anuale a inflației către obiectivul pe termen mediu. În același timp, în condițiile în care presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali rămâneau condiționate de un grad foarte ridicat de acomodare a politicii monetare, BCE a întărit semnalele privind traiectoria viitoare a ratelor dobânzilor-cheie, anunțând și reiterând intenția de a menține aceste rate la nivelurile în vigoare cel puțin până în vara anului 2019 și, în orice caz, atâta timp cât va fi necesar pentru a asigura continuarea convergenței susținute a ratei inflației către obiectivul pe termen mediu⁵.

Noile informații apărute ulterior au evidențiat însă evoluții sub așteptări ale activității economice, pe fondul slăbirii mai pregnante a cererii externe, dar și sub influența unor factori specifici unor țări/sectoare, având doar parțial un caracter temporar.

- 1 Potrivit definiției BCE, obiectivul privind stabilitatea prețurilor – presupusă a fi menținută pe termen mediu – constă în menținerea ratei anuale a inflației sub, dar aproape de 2 la sută.
- 2 Rata dobânzii aferente principalelor operațiuni de refinanțare a fost păstrată la nivelul de zero la sută, iar ratele dobânzilor la facilitatea de depozit, respectiv cea de creditare, au fost menținute la -0,4 la sută, respectiv la 0,25 la sută.
- 3 Conform deciziei adoptate de Consiliul Guvernatorilor în octombrie 2017.
- 4 În luna iunie 2018.
- 5 Anterior, BCE indica menținerea ratelor dobânzilor reprezentative pentru o perioadă extinsă, care depășea cu mult orizontul achizițiilor nete de active. Completarea *forward guidance*-ului cu o componentă explicită atât de ordin temporal (*date-based*), cât și condiționată de starea economiei (*state-based*) era menită să contribuie la un grad sporit de claritate privind traiectoria viitoare a ratelor dobânzilor.

Dinamica încă robustă a cererii interne continua să sprijine avansul economiei și intensificarea graduală a presiunilor inflaționiste, dar balanța riscurilor la adresa perspectivei creșterii economice tindea să fie înrăutățită de factorii geopolitici, de protecționismul comercial, de vulnerabilitățile de pe piețele emergente și de volatilitatea piețelor financiare. În aceste condiții, Consiliul Guvernatorilor a decis încetarea în luna decembrie 2018 a achizițiilor nete de active financiare în cadrul APP, conform anunțului din iunie, dar a revizuit comunicarea privind politica viitoare de reinvestire a principalului aferent titlurilor achiziționate și ajunse la scadență; potrivit anunțului făcut, BCE urma să continue să reinvestească integral aceste sume o lungă perioadă după momentul la care va începe să majoreze ratele dobânzilor-cheie⁶ și, în orice caz, atâta timp cât va fi necesar pentru a menține condiții favorabile de lichiditate și un grad ridicat de acomodare a politicii monetare. În aceste condiții, *forward guidance*-ul privind ratele dobânzilor, sprijinit de reinvestirile aferente stocului considerabil de active achiziționate, urma să furnizeze gradul de acomodare monetară necesar asigurării convergenței susținute a ratei inflației către niveluri inferioare, dar apropiate de 2 la sută pe termen mediu.

În schimb, Fed a prelungit ciclul de creștere a ratelor dobânzilor inițiat la finele anului 2015 – urcând de patru ori pe parcursul anului 2018 intervalul-țintă al *federal funds rate*, cu câte 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 2,25-2,50 la sută⁷ – și a continuat programul de normalizare a bilanțului demarat în octombrie 2017, prin diminuarea sumelor reinvestite din principalul aferent titlurilor ajunse la scadență⁸. Deciziile au fost motivate de evoluțiile curente și anticipate ale condițiilor economice, caracterizate printr-o creștere solidă a activității economice, inclusiv sub influența politicii fiscale stimulative, și continuarea consolidării pieței muncii, precum și prin urcarea și menținerea ratei anuale a inflației de bază relevantă pentru politica monetară în apropierea obiectivului de 2 la sută și prin stabilitatea anticipațiilor inflaționiste. În contextul moderării avansului economic spre finele anului și al amplificării considerabile a volatilității pe piețele financiare, Fed a mai efectuat o majorare a ratei dobânzii în luna decembrie, dar a revizuit în jos traiectoria prognozată a acesteia, precum și avansul economic așteptat pentru anul 2019.

În regiune, Banca Națională a Cehiei a continuat, într-o manieră chiar mai fermă, ciclul de creștere a ratei dobânzii de politică monetară inițiat în august 2017, aceasta fiind majorată în cinci pași a câte 0,25 puncte procentuale⁹, până la nivelul de 1,75 la sută¹⁰. Deciziile au fost justificate de presiunile inflaționiste ridicate ale factorilor fundamentali, reflectând creșterea rapidă a salariilor, în contextul

⁶ Anterior, banca centrală semnala că reinvestirile vor continua pe o perioadă extinsă după încheierea achizițiilor nete de active și, în orice caz, atâta timp cât va fi necesar pentru menținerea unor condiții favorabile de lichiditate și a unui grad ridicat de acomodare a politicii monetare. Prin legarea orizontului reinvestirilor de inițierea creșterii ratelor dobânzilor, BCE a confirmat că ratele dobânzilor reprezentative și *forward guidance*-ul în privința acestora vor rămâne principalul instrument de ajustare a *stance*-ului politicii monetare în perspectivă.

⁷ Anterior, Fed a efectuat câte o majorare de 0,25 puncte procentuale a intervalului-țintă în 2015 și 2016, respectiv trei majorări a câte 0,25 puncte procentuale în 2017.

⁸ Ritmul lunar stabilit la inițierea programului a fost de 10 miliarde dolari SUA și a fost crescut apoi treptat până la 50 miliarde dolari SUA.

⁹ În ședințele din lunile februarie, iunie, august, septembrie și noiembrie.

¹⁰ Concomitent, ratele dobânzilor la facilitățile permanente au fost majorate până la nivelul de 0,75 la sută la facilitatea de depozit, respectiv 2,75 la sută, la cea de creditare.

continuării expansiunii economice și al tensionării pieței muncii. Pe acest fond, rata anuală a inflației de bază a urmat o traiectorie ascendentă, determinând, împreună cu dinamica în creștere a unor componente exogene ale indicelui prețurilor de consum, mărirea ratei anuale a inflației în trimestrul II și plasarea sa ulterioară în jumătatea superioară a intervalului țintei de 2 la sută ± 1 punct procentual. Totodată, evaluările și proiecțiile băncii centrale actualizate în a doua parte a anului au relevat perspectiva menținerii ratei anuale a inflației la valori superioare punctului central al țintei în prima parte a orizontului de prognoză, urmată de coborârea în apropierea acestuia pe orizontul mai îndepărtat de timp.

Creșterea economică era anticipată să încetinească în comparație cu ritmul înalt consemnat în anul 2017, dar să rămână pe orizontul de prognoză la peste 3 la sută, în contextul unei dinamici robuste a consumului privat, dar și a investițiilor, inclusiv a celor publice, stimulate de intensificarea absorbției fondurilor UE. Impulsul fiscal era previzionat să-și mărească valoarea pozitivă în anul 2018 și să rămână consistent în 2019, date fiind inclusiv creșterile alerte ale salariilor personalului bugetar și majorările peste medie ale unor categorii de pensii, dar în condițiile menținerii excedentului bugetar în apropierea nivelului atins în 2017. Totodată, prognoza din noiembrie 2018 indica o restrângere a excedentului comercial în anul 2019 – pe fondul accelerării creșterii absorbției interne, concomitent cu încetinirea dinamicii cererii externe –, având asociată însă doar o ușoară scădere probabilă a surplusului de cont curent față de anul precedent (la 0,6 la sută din PIB), în principal ca urmare a creșterii așteptate a veniturilor din fonduri UE.

În schimb, Banca Națională a Poloniei a menținut și în 2018 rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,5 la sută – în vigoare din martie 2015. Deciziile au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației s-a situat în general în jumătatea inferioară a intervalului de variație al țintei de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, scăzând episodic și sub limita de jos a acestuia, iar dinamica inflației de bază a rămas la valori chiar mai reduse; totodată, traiectoria ascendentă anticipată a fi urmată de rata anuală a inflației *headline* pe orizontul prognozei se situa la finele acestuia doar ușor deasupra punctului central al țintei. Perspectiva inflației reflecta creșterea progresivă a presiunilor inflaționiste pe partea costurilor, în condițiile anticipării unei dinamici a salariilor superioare celei a productivității muncii, precum și pe partea cererii, date fiind previziunile privind continuarea deschiderii *gap*-ului pozitiv al PIB, dar în contextul unei încetini a creșterii economice față de dinamica atinsă în 2017. Totodată, structura și ritmul creșterii economice erau evaluate ca fiind de natură să nu genereze dezechilibre economice interne sau externe, în condițiile în care absența unor presiuni inflaționiste consistente era acompaniată de un excedent comercial persistent și de un sold al contului curent apropiat de zero, alături de un deficit bugetar în scădere.

Și Banca Națională a Ungariei (BNU) a menținut pe parcursul anului 2018 rata dobânzii de politică monetară și ratele dobânzilor la facilitățile de creditare¹¹ la 0,9 la sută, precum și rata dobânzii la facilitatea de depozit – determinantă pentru evoluția randamentelor pe termen scurt, având în vedere caracteristicile gestionării

¹¹ ON și 1W.

lichidității¹² – la -0,15 la sută, continuând astfel să imprime un caracter relaxat condițiilor monetare. În septembrie 2018, banca centrală a decis însă să ajusteze instrumentele neconvenționale de politică monetară ce vizau influențarea ratelor dobânzilor pe termen lung, prin stoparea până la finele anului a operațiunilor *swap* pe rata dobânzii și a achizițiilor de obligațiuni ipotecare^{13,14}, ambele inițiate în ianuarie 2018¹⁵.

Deciziile au fost adoptate într-un context caracterizat printr-un parcurs predominant ascendent al ratei anuale a inflației – care a reintrat în semestrul I în intervalul de variație al țintei de 3 la sută ± 1 punct procentual și a urcat apoi în partea sa superioară – atribuibil însă, în principal, evoluției prețurilor produselor energetice. În același timp, rata anuală a inflației *core* s-a cantonat pe un palier ușor inferior punctului central al țintei, crescând la nivelul acestuia doar spre finele anului, iar alte măsuri ale inflației de bază utilizate de banca centrală au rămas chiar inferioare. Totodată, proiecțiile și evaluările succesive ale băncii centrale indicau atingerea sustenabilă a țintei de inflație doar la jumătatea anului 2019, în condițiile în care creșterea dinamicii salariilor – pe fondul tensionării pieței muncii și al majorării salariului minim – era anticipată a nu genera presiuni inflaționiste semnificative, date fiind efectele opuse asupra costurilor firmelor venind din reducerea contribuțiilor sociale ale angajatorilor în 2018 și a impozitului pe profit în anul precedent.

În același timp, nivelul PIB era apreciat de banca centrală a fi doar ușor superior celui potențial, chiar în condițiile accelerării semnificative a expansiunii economice pe parcursul anului 2018. Creșterea economică, așteptată să încetinească începând cu anul 2019, avea drept principal determinant cererea internă, susținută de dinamica veniturilor salariale și de politica fiscală. Pe acest fond, soldul contului curent, ca pondere în PIB, era anticipat să se diminueze de la maximul istoric atins în 2016, dar să rămână pozitiv, inclusiv pe termen lung.

¹² BNU a menținut în primele trei trimestre plafonul de 75 miliarde forinți (stabilit în trimestrul IV 2017) pentru depozitele atrase pe termen de trei luni, pentru ca în septembrie 2018 să decidă renunțarea graduală la aceste depozite până la finele trimestrului IV 2018. Totodată, în vederea creșterii gradului de relaxare a condițiilor monetare, BNU a stabilit și a păstrat pe parcursul anului un nivel-țintă de cel puțin 400-600 miliarde forinți pentru lichiditatea absorbită prin intermediul facilității de depozit.

¹³ Cumpărările efectuate de pe piața secundară erau prevăzute a se încheia până în septembrie 2018.

¹⁴ În ședința din luna septembrie, BNU a decis însă și lansarea la începutul anului 2019 a programului *Funding for Growth Scheme Fix*, având ca obiectiv stimularea creditării întreprinderilor mici și mijlocii pe termene mai lungi și la rate fixe de dobândă.

¹⁵ Conform deciziei băncii centrale din noiembrie 2017.