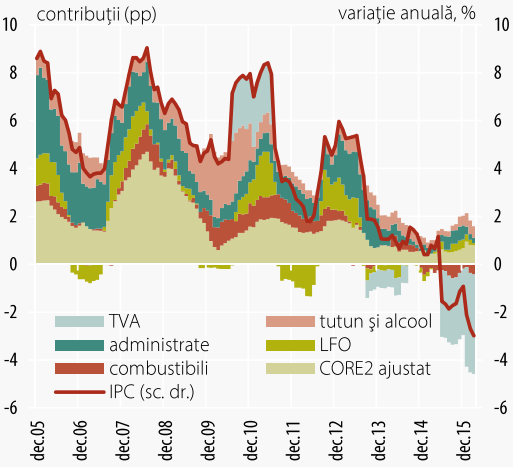
Caseta 2. Politica monetară și șocurile exogene asupra inflației

Pe termen mediu și lung, inflația depinde în mod esențial de raportul între cererea agregată dintr-o economie și capacitatea respectivei economii de a oferi bunuri și servicii. Politicii monetare îi revine rolul fundamental în asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe acest orizont. În vederea îndeplinirii acestui obiectiv, banca centrală influențează prin instrumentele de care dispune cererea agregată, urmărind să o aducă și să o mențină într-un relativ echilibru față de potențialul de producție al economiei. Pe termen scurt însă, șocuri exogene – de regulă acționând pe partea ofertei (precum fluctuații ale prețurilor materiilor prime agricole sau energetice, ori modificări ale unor impozite indirecte) – pot provoca abateri temporare ale inflației de la obiectivul băncii centrale.

În contextul strategiei de țintire directă a inflației adoptate în anul 2005, obiectivul fundamental al BNR privind asigurarea și menținerea stabilității prețurilor[22] a fost transpus cantitativ în ținte de inflație al căror nivel a fost coborât gradual într-o primă etapă[23] de la 7,5 la sută ±1 punct procentual la 3 la sută ±1 punct procentual; începând cu anul 2013, odată cu finalizarea în linii generale a procesului de dezinflație declanșat în anul 2000, susținut în mod fundamental de adecvarea prudentă a conduitei politicii monetare, banca centrală a adoptat o țintă staționară de inflație, situată la 2,5 la sută ±1 punct procentual – nivel compatibil cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor în economia românească.

Grafic A. Influența șocurilor de natura ofertei asupra ratei inflației



Sursa: INS, calcule BNR

Politica monetară a fost în mod consecvent orientată în direcția asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintelor de inflație asumate. Pe termen scurt însă, numeroase și ample șocuri de natura ofertei, produse succesiv sau concomitent pe plan intern și internațional, cu precădere în perioada ulterioară declanșării crizei financiare și economice globale, au cauzat deviații temporare ale ratei anuale a inflației de la țintă. Aceste șocuri au fost preponderent inflaționiste anterior anului 2012, când la nivel global perioada a fost marcată de creșterea abruptă a prețului petrolului în anii 2008 și 2011 și a prețurilor materiilor prime alimentare în 2007-2008 și 2010-2011, iar pe plan intern au avut loc ample ajustări de impozite indirecte (creșterea cotei standard a TVA de la 19 la 24 la sută în anul 2010 și majorări succesive de accize), respectiv scăderea producției agricole în anul 2012 datorită condițiilor meteorologice nefavorabile. În ultimii aproximativ 3 ani, sensul șocurilor de natura ofertei a devenit predominant dezinflaționist, sursele acestora continuând să provină atât din mediul extern (scăderea drastică a prețului internațional al petrolului în perioada 2014-2016, declinul persistent al prețurilor materiilor prime alimentare manifestat din 2013, creșterea ofertei de produse agroalimentare pe piața europeană sub impactul embargoului Rusiei), cât și

[22] Stabilit prin Legea nr. 312/2004 privind Statutul BNR.

[23] În condițiile în care economia românească s-a aflat într-un proces de dezinflație, strategia politicii monetare s-a caracterizat într-o primă etapă prin ținte anuale de inflație (decembrie/decembrie), gradual descrescătoare, stabilite pe un orizont temporal de doi ani; acestea au fost coborâte de la 7,5 la sută ±1 punct procentual în 2005 la 3 la sută ±1 punct procentual în 2011; în 2010 și 2012 țintele au fost menținute la nivelul celor din anii precedenți, anume la 3,5 la sută ±1 punct procentual, respectiv 3 la sută ±1 punct procentual.

din cel autohton (reducerea cotei TVA în septembrie 2013 de la 24 la sută la 9 la sută pentru produsele de panificație, extinderea în iunie 2015 a aplicării cotei reduse de TVA la toate alimentele, reducerea cotei standard a TVA de la 24 la sută la 20 la sută din ianuarie 2016, suplimentarea ofertei de produse agricole datorită producției agricole de excepție din 2014). Pe acest fond, rata anuală a inflației a urcat în iulie 2008 la un nivel de 9,0 la sută, pentru ca în martie 2016 ea să atingă un nivel minim al perioadei post-1990, de -3,0 la sută (Grafic A).

Volatilitatea ridicată a inflației nu a fost însă un fenomen specific economiei românești. Ea s-a manifestat în această perioadă pe plan mondial, inclusiv în economiile dezvoltate, reflectând atât intensitatea sporită a șocurilor globale menționate anterior, cât și impactul unor șocuri specifice diferitelor țări. Rata anuală a inflației s-a situat de exemplu în perioada 2008-2016 între 4,1 la sută și -0,7 la sută în zona euro, între 4,2 la sută și -1,2 la sută în Statele Unite și între 5,2 la sută și -0,1 la sută în Marea Britanie.

Majoritatea șocurilor de natura ofertei au, de regulă, un caracter tranzitoriu. Ele conduc la o unică ajustare a nivelului indicelui prețurilor de consum – rata anuală a inflației fiind afectată doar temporar, de regulă pentru o perioadă de 1 an – și pot exercita asupra activității economice o influență de sens opus celei pe care o au asupra inflației (de pildă, o scădere a prețului petrolului poate avea un efect stimulativ asupra activității economice, iar o reducere a impozitelor indirecte conduce la creșterea venitului disponibil al populației, stimulând consumul). Aceste șocuri sunt deseori neanticipate, singura cale potențială de a le încorpora *ex ante* în procesul decizional al politicii monetare fiind prin intermediul scenariilor de risc asociate prognozelor băncilor centrale. Unele șocuri de natura ofertei pot fi totuși cunoscute și încorporate în devans în prognozele băncii centrale (de exemplu, decizii ale autorităților de modificare a impozitelor indirecte).

Indiferent de situație însă, în cazul unor șocuri exogene ample, tentativa de contracarare de către banca centrală a efectelor directe ale acestora (așa-numitele efecte de runda întâi) ar fi nu doar ineficace[24], ci chiar contraproductivă. Ea ar presupune ajustări bruște și puternice ale conduitei politicii monetare, menite să „forțeze" reapropierea cât mai rapidă a ratei inflației de țintă, ceea ce ar genera fluctuații indezirabile la nivelul activității economice și șomajului.

Prin urmare, există un consens în literatura de specialitate asupra faptului că răspunsul potrivit la astfel de șocuri exogene îl constituie acomodarea lor cel puțin parțială de către politica monetară, o eventuală reacție de contracarare fiind justificată doar în cazul unui risc semnificativ de dezancorare a anticipațiilor privind inflația pe termen mediu (Bernanke și Mishkin, 1997; Rosengren, 2011). Strategia de țintire a inflației, datorită caracteristicilor sale, conferă în mod particular un cadru flexibil de reacție a politicii monetare în situația unor astfel de șocuri (abordare ale cărei avantaje au fost evidențiate de exemplu de Bernanke *et al.*, 2001; Svensson, 2000, 2011)[25].

Corespunzător teoriei, dar și practicii în materie a băncilor centrale, BNR a acceptat abateri temporare ale inflației de la țintă cauzate de șocurile de natura ofertei, însă a acționat consecvent pentru a contracara riscul ca acestea să producă efecte secundare (de runda a doua) prin afectarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, implicit a comportamentului de stabilire a prețurilor și a salariilor.

[24] În condițiile în care efectul maxim al măsurilor de politică monetară asupra economiei este atins de regulă cu un decalaj de până la 2 ani, orizont la care efectul șocurilor respective asupra ratei anuale a inflației se va fi disipat deja.

[25] Mervyn King, guvernator al Băncii Angliei până în 2013, a introdus chiar termenul de *inflation nutters* pentru a caracteriza o bancă centrală care ar fi preocupată exclusiv de stabilizarea ratei inflației, în orice circumstanțe.

De altfel, strategia de ţintire directă a inflaţiei adoptată de BNR are drept caracteristică definirea *ex ante*, similar practicii consacrate în domeniu[26] (Bernanke *et al.*, 2001), a unui set restrâns de circumstanţe („circumstanţe excepţionale"), independente de influenţa politicii monetare, care condiţionează responsabilitatea BNR pentru atingerea ţintei de inflaţie. Aceste clauze de exonerare au fost anunţate încă de la momentul adoptării strategiei și se referă la: (i) creșteri/scăderi substanțiale ale prețurilor externe ale materiilor prime, ale surselor de energie și ale altor bunuri; (ii) calamităţi naturale sau alte evenimente extraordinare asimilate, cu impact inflaţionist prin intermediul costurilor și al cererii, inclusiv modificări imprevizibile ale pieței produselor agricole; (iii) fluctuaţii ample ale cursului de schimb al leului datorate unor cauze aflate în afara fundamentelor economice interne și a implementării politicii monetare a BNR; (iv) abateri majore ale preţurilor administrate de la programul de corecţii anunţat de guvern atât în ceea ce privește amplitudinea acestora, cât și respectarea calendarului de aplicare propus; (v) abaterea de la program a implementării și a rezultatelor politicii fiscale și ale celei a veniturilor.

Clauzele de exonerare nu au fost invocate ca atare de banca centrală. BNR a explicat însă în mod sistematic și detaliat cauzele/factorii deviaţiilor temporare ale ratei anuale inflaţiei de la ţintă, precum și deciziile și acţiunile de politică monetară destinate readucerii acesteia pe o traiectorie compatibilă cu ţintele asumate, această comunicare având un rol esenţial din perspectiva asigurării stabilităţii preţurilor pe termen mediu concomitent cu minimizarea fluctuaţiilor în activitatea economică.

O asemenea abordare a caracterizat conducerea politicii monetare și în perioada recentă, în condițiile în care evoluţia curentă a inflaţiei și perspectiva ei pe termen scurt au fost afectate temporar, dar puternic, de reducerile succesive de taxe indirecte și de scăderea preţului internaţional al petrolului, în timp ce acţiunea factorilor fundamentali se anticipa a redeveni inflaţionistă începând cu a doua parte a anului 2016, în principal ca efect al relaxării politicii fiscale și a celei de venituri.

Bibliografie

Bernanke, B. și Mishkin, F.S., 1997 – *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 11(2), pp. 97-116

Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. S. și Posen, A., 2001 – *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, pp. 10-38

Rosengren, E., 2011 – *A Look Inside a Key Economic Debate: How Should Monetary Policy Respond to Price Increases Driven by Supply Shocks?*, Remarks to the Massachusetts Chapter of NAIOP, Federal Reserve Bank of Boston, www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/050411/

Svensson, L., 2000 – *Open-Economy Inflation Targeting*, Journal of International Economics, Vol. 50, pp. 155-183

Svensson, L., 2011– *Inflation Targeting*, în "Handbook of Monetary Economics", Vol. 3b, Elsevier

[26] Multe bănci centrale (de exemplu, cele din Noua Zeelandă, Canada, Republica Cehă) reconciliază angajamentul față de ținta de inflație cu flexibilitatea necesară în fața unor șocuri de ofertă sau tranzitorii prin definirea *ex ante* a unor așa-numite clauze de exonerare. Acestea stipulează situațiile excepționale care limitează răspunderea pentru atingerea ţintei.