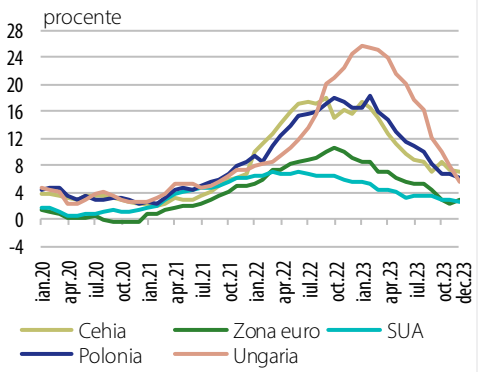
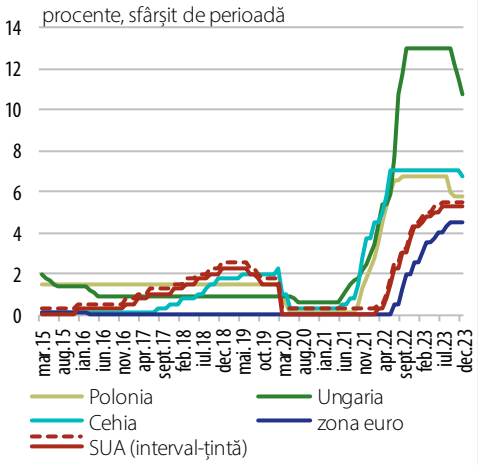
Caseta 4. Conduita politicilor monetare ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune în anul 2023

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



Notă: Rata anuală a inflației este calculată pe baza IPC – definiție națională (Cehia, Ungaria, Polonia), IAPC (zona euro), *personal consumption expenditure index*, ajustat sezonier (SUA).

Sursa: Eurostat, institute naționale de statistică, FRED



Sursa: bănci centrale naționale

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

Ca urmare a atenuării și a epuizării ulterioare a efectelor adverse ale șocurilor globale pe partea ofertei din anii precedenți[1], dinamica inflației a scăzut relativ rapid în state dezvoltate și în economii emergente în 2023[2], dar a rămas semnificativ deasupra țintelor multor bănci centrale (Grafic A), inclusiv în contextul persistenței presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali, pe fondul rezilienței activității economice și al robusteții pieței muncii. Într-o astfel de conjunctură, băncile centrale majore au continuat să acționeze într-o manieră aproape sincronizată în direcția accentuării caracterului restrictiv al politicii monetare, prelungind de-a lungul celei mai mari părți a anului ciclul de creștere alertă a ratelor dobânzilor. Totodată, băncile centrale din regiune au păstrat timp de mai multe trimestre ratele dobânzilor la nivelurile foarte ridicate atinse în 2022, majoritatea inițiind doar spre finele anului ajustarea descendentă a acestora (Grafic B).

Astfel, Banca Centrală Europeană a continuat să majoreze relativ rapid ratele dobânzilor-cheie pe parcursul primelor trei trimestre, mărindu-le de 6 ori consecutiv, cu un total de 2,00 puncte procentuale[3], iar ulterior a menținut neschimbat nivelul acestora.

În luna februarie, ridicarea ratelor dobânzilor BCE cu încă 0,5 puncte procentuale, la fel ca în decembrie 2022, a fost însoțită de anunțarea intenției băncii centrale de a mai efectua o majorare cu un pas similar în luna martie[4], precum și de reiterarea necesității continuării creșterii acestora într-un ritm constant, până la atingerea unor niveluri suficient de restrictive pentru a se asigura revenirea la țintă a ratei anuale a inflației într-un orizont rezonabil de timp. Deciziile din primul trimestru au fost adoptate în condițiile în care dinamica inflației s-a redus în debutul anului – sub impactul scăderii prețurilor produselor energetice –, dar a rămas mult deasupra țintei[5], iar proiecția din luna martie a indicat menținerea acesteia la niveluri prea înalte și pentru prea mult timp, mai cu seamă în cazul inflației de bază, anticipată a decelera totuși pe orizontul

1 Constând în principal în creșteri ample ale cotațiilor mărfurilor și în blocaje în lanțurile globale de producție și aprovizionare.

2 Influențe dezinflaționiste suplimentare au decurs din măsuri administrative implementate în scopul frânării/stopării creșterii unor prețuri.

3 Rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost astfel urcată la 4,00 la sută, cea pentru principalele operațiuni de refinanțare la 4,50 la sută, iar cea aferentă facilității de creditare la 4,75 la sută. În aceste condiții, valoarea cumulată a majorărilor operate de la inițierea ciclului de creștere a ratelor dobânzilor, în luna iulie 2022, a fost de 4,5 puncte procentuale.

4 În martie, BCE a majorat ratele dobânzilor reprezentative cu 0,5 puncte procentuale, în linie cu intenția comunicată.

5 Rata anuală a inflației s-a redus în ianuarie la 8,6 la sută, de la 9,2 la sută în decembrie 2022 și un vârf de 10,6 la sută atins în octombrie 2022.

prognozei. În același timp, creșterea incertitudinilor asociate previziunilor privind inflația, ca efect al turbulențelor în sectoarele bancare din SUA și Elveția, a relevat necesitatea unei abordări *data-dependent* în adoptarea deciziilor de politică monetară ale BCE, Consiliul Guvernatorilor anunțând în martie drept criterii de ghidare a deciziilor viitoare: perspectiva inflației, dinamica inflației de bază și robustețea transmisiei politicii monetare.

Totodată, în ultima lună a trimestrului I 2023, BCE a început să implementeze decizia de reducere a portofoliului de active financiare achiziționate în cadrul programului *Asset Purchase Programme*[6], inițial prin reinvestirea doar parțială a principalului aferent titlurilor ajunse la scadență[7], iar din luna iulie 2023 prin stoparea reinvestirii.

În mai, iunie și iulie, banca centrală a continuat să majoreze ratele dobânzilor, în condițiile unui pas de creștere diminuat la 0,25 puncte procentuale. Deciziile au avut în vedere scăderea notabilă a ratei anuale a inflației în perioada premergătoare, până la 6,1 la sută în luna mai, precum și perspectiva prelungirii descreșterii acesteia către nivelul țintei – în principal pe fondul înăspririi condițiilor financiare, cu impact asupra cererii agregate –, dar în contextul unor presiuni asupra prețurilor ce se anticipau a rămâne prea ridicate pentru o perioadă prea extinsă de timp. În luna iulie, Consiliul Guvernatorilor a decis, de asemenea, reducerea ratei de remunerare a rezervelor minime obligatorii la 0 la sută, de la nivelul ratei dobânzii la facilitatea de depozit utilizat anterior în acest scop[8].

Datele ulterioare au evidențiat o întrerupere a descreșterii ratei anuale a inflației în luna august, iar previziunile privind evoluția acesteia în 2023 și 2024 au fost revizuite în sens ascendent, în principal datorită traiectoriei mai înalte anticipate în cazul prețurilor produselor energetice. Ca reacție la acest context, banca centrală a majorat cu încă 0,25 puncte procentuale ratele dobânzilor reprezentative în luna septembrie.

Activitatea economică a stagnat însă în prima parte a anului, iar perspectiva ei s-a deteriorat în runda de prognoză din luna septembrie, pe fondul impactului tot mai pronunțat exercitat de măsurile de înăsprire a politicii monetare asupra cererii interne și al conjuncturii nefavorabile a comerțului internațional. Totodată, presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali, deși încă ridicate, erau așteptate să slăbească, iar traiectoria anticipată a dinamicii inflației de bază a fost revizuită ușor în sens descendent. În această conjunctură, Consiliul Guvernatorilor a apreciat că ratele dobânzilor au atins niveluri de natură să contribuie substanțial la revenirea ratei anuale a inflației la nivelul țintei într-un orizont rezonabil de timp, în măsura în care vor fi menținute pentru o perioadă suficient de îndelungată.

---

6 Adoptată în decembrie 2022.

7 Volumul deținerilor de active financiare s-a diminuat într-un ritm lunar mediu de 15 miliarde euro în intervalul martie-iunie 2023.

8 Potrivit băncii centrale, decizia a vizat menținerea eficacității politicii monetare prin păstrarea controlului asupra *stance*-ului acesteia, concomitent cu asigurarea transmiterii integrale a deciziilor privind ratele dobânzilor către piețele monetare. De asemenea, aceasta a mărit eficiența politicii monetare prin reducerea cheltuielilor totale cu dobânzile asociate rezervelor, asigurând totodată un grad nemodificat de restrictivitate a condițiilor monetare.

Prin urmare, BCE a menținut neschimbate ratele dobânzilor-cheie în lunile octombrie și decembrie 2023, inclusiv în condițiile în care rata anuală a inflației a scăzut pronunțat, până la 2,4 la sută în noiembrie, însă era așteptată să crească temporar pe termen scurt, pe fondul unor efecte de bază, iar apoi să-și reia scăderea graduală. În același timp, presiunile inflaționiste interne erau anticipate să rămână ridicate, în principal ca urmare a creșterii puternice a costului unitar cu forța de muncă. În decembrie, Consiliul Guvernatorilor a decis, de asemenea, să continue normalizarea bilanțului Eurosistemului, anunțând intenția de a reinvesti doar parțial în semestrul II 2024 principalul aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate prin programul *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)[9] și de a stopa ulterior reinvestirea acestuia.

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

	Ținta/ obiectivul de inflație[b]	Rata anuală a inflației						Rata dobânzii de politică monetară[b]		Dinamica anuală a PIB				Soldul bugetului consolidat, % din PIB**				Soldul contului curent, % din PIB			
		2023 (medie)	2023 (sf. per.)	Proiecție[b]						2022[a]	2023[a]	Proiecție*		2022[a]	2023[a]	Proiecție*		2022[a]	2023[a]	Proiecție*	
				2024 (medie)	2025 (medie)	T4 2024	T4 2025	dec. 2022	dec. 2023			2024	2025			2024	2025			2024	2025
Zona euro	2 la sută	5,4[a]	2,9[a]	2,7	2,1	2,6	2,0	2,50	4,50	3,4	0,4	0,8	1,4	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	-0,6	1,7	2,0	2,1
SUA	2 la sută	3,7[d]	2,6[d]	2,4	2,1	-	-	4,25-4,50	5,25-5,50	1,9	2,5	2,4	2,1	-4,2	-8,4	-7,5	-7,8	-3,8	-3,0	-3,1	-3,2
Polonia	2,5 la sută ±1 pp	11,4[c]	6,2[c]	4,6	3,7	4,6	3,5	6,75	5,75	5,6	0,2	2,8	3,4	-3,4	-5,1	-5,4	-4,6	-2,6	2,0	1,2	1,0
Ungaria	3 la sută ±1 pp	17,6[c]	5,5[c]	4,0-5,5	2,5-3,5	-	-	13,00	10,75	4,6	-0,9	2,4	3,5	-6,2	-6,7	-5,4	-4,5	-8,3	0,3	0,0	-1,4
Cehia	2 la sută ±1 pp	10,8[c]	6,9[c]	2,6	2,1	2,8	2,3	7,00	6,75	2,4	-0,3	1,2	2,8	-3,2	-3,7	-2,4	-1,9	-4,5	1,4	1,9	1,4
România	2,5 la sută ±1 pp	10,5[c]	6,6[c]	-	-	4,8	3,3***	6,75	7,00	4,1	2,1	3,3	3,1	-6,3	-6,6	-6,9	-7,0	-8,8	-6,7	-7,0	-6,6

*) valorile prognozate corespund proiecției de primăvară a Comisiei Europene (mai 2024)

**) conform metodologiei SEC 2010

***) valoarea prognozată corespunde trimestrului III din anul 2025

Surse: a) Eurostat, b) băncile centrale naționale, BCE (proiecții la finele anului 2023), c) institute naționale de statistică, d) US Bureau of Economic Analysis

Federal Reserve a prelungit, la rândul său, ciclul de creștere a ratei dobânzii în primele trei trimestre ale anului, într-un ritm încetinit totuși față de anul anterior[10], ridicând intervalul-țintă al *federal funds rate* cu câte 0,25 puncte procentuale în lunile ianuarie, martie, mai și iulie[11], până la 5,25-5,50 la sută[12], iar ulterior a păstrat neschimbat nivelul acestuia. În același timp, FOMC a continuat să implementeze planul de reducere a dimensiunii bilanțului băncii centrale, deținerile de titluri de stat și cele de obligațiuni ipotecare fiind diminuate cu un volum lunar de 60 miliarde dolari, respectiv 35 miliarde dolari[13].

9 Volumul deținerilor fiind programat să se reducă într-un ritm lunar mediu de 7,5 miliarde euro.

10 Banca centrală a motivat reducerea pasului de creștere a ratei dobânzii prin înăsprirea cumulată a politicii monetare și prin decalajul de timp cu care politica monetară afectează activitatea economică și inflația.

11 Față de creșteri de 0,50-0,75 puncte procentuale operate în cea mai mare parte a anului 2022.

12 În aceste condiții, majorările de rată a dobânzii efectuate de la inițierea ciclului în luna martie 2022 au totalizat 5,25 puncte procentuale.

13 Valoarea totală a deținerilor de active financiare ale băncii centrale a scăzut astfel în decembrie 2023 cu aproximativ 920 miliarde dolari față de finele anului precedent.

Noile majorări ale ratei dobânzii au fost decise în condițiile în care, deși a scăzut susținut și în semestrul I sub influența evoluției prețurilor energiei și alimentelor, rata anuală a inflației s-a menținut semnificativ deasupra obiectivului de 2 la sută al băncii centrale, în principal ca urmare a dinamicii înalte a prețurilor unor categorii de servicii incluse în indicele *core*[14]. Totodată, piața muncii a rămas foarte încordată, în contextul creșterii robuste a angajărilor și al cantonării ratei șomajului în apropierea minimelor istorice. În această conjunctură, prin continuarea creșterii ratei dobânzii într-un pas diminuat, FMOC a urmărit atingerea unei conduite a politicii monetare care să fie suficient de restrictivă pentru a readuce inflația la țintă într-un orizont rezonabil de timp.

Deciziile privind statu-quo-ul ratei dobânzii din lunile septembrie, octombrie și decembrie au avut în vedere rata încă înaltă, deși în scădere, a inflației[15], precum și situația pieței muncii. Aceasta a rămas relativ încordată, în absența unei măriri semnificative a ratei șomajului și în condițiile menținerii la un nivel ridicat a locurilor de muncă vacante, pe fondul creșterii solide și considerabil peste așteptări a economiei, cu aportul major al consumului privat.

În același timp, proiecțiile realizate în cursul anului de către membrii FOMC au arătat în mod constant că rata anuală a inflației va rămâne ușor peste țintă în 2025 și va coborî la nivelul de 2 la sută în 2026, în condițiile unei traiectorii a ratei dobânzii revizuite însă repetat și semnificativ pe parcursul anului 2023 – în sens ascendent în prognozele din martie, iunie și septembrie, în contextul evoluției peste așteptări a economiei, dar în direcție opusă în proiecția din luna decembrie.

În regiune, Banca Națională a Poloniei a continuat să mențină rata dobânzii de politică monetară la 6,75 la sută pe parcursul primelor opt luni din an[16,17], în condițiile în care rata anuală a inflației a scăzut alert în semestrul I, dar a rămas la un nivel de două cifre[18], iar prognozele actualizate în martie și iulie au relevat și reconfirmat perspectiva coborârii graduale a acesteia în următoarele 12 trimestre și a reintrării ei abia spre finele orizontului proiecției în intervalul de variație al țintei (2,5 la sută ±1 punct procentual). Descreșterea urma să fie antrenată pe termen scurt de factorii pe partea ofertei, în principal de corecția descendentă a prețurilor materiilor prime energetice și alimentare, în timp ce pe orizontul mai îndepărtat de timp, influențele în acest sens erau așteptate să decurgă din slăbirea ritmului activității economice – implicând menținerea *gap*-ului PIB în teritoriul negativ[19] –, precum și din decelerarea creșterii costurilor salariale.

---

14 Rata anuală a inflației calculată pe baza indicelui *personal consumption expenditure* a coborât la 3,2 la sută în iunie, de la 5,4 la sută în decembrie 2022, în timp ce dinamica inflației de bază s-a redus în același interval la 4,3 la sută, de la 4,9 la sută.

15 Rata anuală a inflației calculată pe baza indicelui *personal consumption expenditure* a coborât la 2,6 la sută în luna decembrie, iar dinamica inflației de bază s-a redus la 2,9 la sută.

16 Banca centrală a stopat în octombrie 2022 creșterea alertă a ratei dobânzii de politică monetară din precedentele 12 luni (ce a cumulat 6,65 puncte procentuale).

17 În același timp, rata dobânzii aferentă facilității de depozit și cea pentru facilitatea de creditare au fost păstrate la nivelurile 6,25 la sută, respectiv 7,25 la sută.

18 Rata anuală a inflației a coborât la 11,5 la sută în iunie 2023, de la vârful de 18,4 la sută atins în luna februarie 2023.

19 Potrivit evaluărilor din luna iulie, excedentul de cerere agregată s-a redus semnificativ pe parcursul anului 2022, iar la jumătatea anului 2023 *gap*-ul PIB a devenit negativ, în condițiile în care economia a suferit o mică contracție în termeni anuali în semestrul I.

La finalul trimestrului III, banca centrală a inițiat reducerea ratei dobânzii de politică monetară, operând o scădere peste așteptări asupra acesteia în septembrie, de 0,75 puncte procentuale, și o alta de 0,25 puncte procentuale în octombrie, până la 5,75 la sută[20], motivate de continuarea descreșterii ratei anuale a inflației[21] și de perspectiva slăbirii mai pronunțate a presiunilor inflaționiste ale cererii agregate în raport cu prognoza anterioară[22], de natură să contribuie la revenirea mai rapidă a ratei anuale a inflației în intervalul țintei.

Ciclul de reducere a fost însă stopat ulterior, banca centrală menținând neschimbată în noiembrie și decembrie rata dobânzii de politică monetară, dată fiind amplitudinea diminuării acesteia în lunile anterioare, dar și în condițiile creșterii incertitudinilor circumscrise conduitei viitoare a politicii fiscale, precum și politicii de reglementare a unor categorii de prețuri.

La rândul său, Banca Națională a Cehiei a prelungit statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară până aproape de finele anului[23,24], inițiind doar în decembrie ciclul de scădere a acesteia, cu un pas de 0,25 puncte procentuale.

Deciziile privind menținerea ratei dobânzii de politică monetară au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației s-a redus relativ alert, coborând la un nivel de o cifră în luna iunie[25] și la 6,9 la sută la sfârșitul anului, dar a rămas considerabil deasupra intervalului țintei, iar perspectiva coborârii acesteia în apropierea valorii de 2 la sută la jumătatea anului 2024, evidențiată de actualizările succesive ale prognozei pe termen mediu, era marcată de incertitudini semnificative și balanța riscurilor asociate rămânea înclinată în sens ascendent. Balanța era dominată de riscul dezancorării anticipațiilor inflaționiste și al declanșării unei spirale salarii-prețuri, inclusiv pe fondul rezilienței pieței muncii, iar alte riscuri notabile decurgeau din conduita expansionistă a politicii fiscale. Într-un astfel de context, în prima parte a anului, banca centrală a evidențiat disponibilitatea de a majora suplimentar rata dobânzii-cheie în eventualitatea materializării unor riscuri de natură să întârzie dezinflația față de ritmul prognozat, iar în semestrul II, deciziile de prelungire a statu-quo-ului au fost adoptate chiar și în condițiile unor proiecții ce indicau posibilitatea reducerii ratelor dobânzilor reprezentative.

Inițierea la finele anului a ciclului de reducere a ratei dobânzii de politică monetară a fost justificată în principal de ameliorarea balanței riscurilor la adresa perspectivei inflației, evaluate a fi doar modest inflaționiste, inclusiv în contextul comprimării

20 Ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare au fost coborâte în pași similari, pană la 5,25 la sută, respectiv 6,25 la sută.

21 Până la 10,1 la sută în august 2023 și la un nivel de o cifră în luna următoare.

22 În condițiile în care activitatea economică și-a accentuat ușor contracția în termeni anuali în trimestrul II 2023 (-0,6 la sută). Pe ansamblul anului, creșterea economică a decelerat abrupt, la 0,2 la sută, de la 5,6 la sută în 2022.

23 Rata dobânzii de politică monetară a fost majorată până la 7,0 la sută în iunie 2022, de la 0,25 la sută în mai 2021, iar apoi aceasta a fost menținută constantă.

24 În același timp, rata dobânzii aferentă facilității de depozit și cea pentru facilitatea de creditare au fost menținute la 6,0 la sută, respectiv 8,0 la sută.

25 La 9,7 la sută, de la un vârf de 18 la sută atins în septembrie 2022.

peste aşteptări a economiei în trimestrul III[26], dar şi al slăbirii ritmului activităţii economice la nivel global şi european.

Banca Naţională a Ungariei a menţinut neschimbaţi parametrii instrumentelor politicii monetare în trimestrul I 2023, pentru ca în următoarele două trimestre să iniţieze şi să continue un proces de normalizare relativ rapidă a conduitei politicii monetare, în condiţiile calmării tensiunilor de pe piaţa financiară internă, inclusiv pe fondul ameliorării percepţiei investitorilor asupra riscului asociat acesteia. Prin urmare, în intervalul mai-septembrie, banca centrală a redus de cinci ori consecutiv, şi cu un total de 5 puncte procentuale, rata dobânzii aferente operaţiunilor de atragere de depozite cu maturitatea ON – principalul instrument de politică monetară utilizat începând cu luna octombrie 2022 –, aceasta fiind astfel coborâtă la nivelul ratei dobânzii de politică monetară (*base rate*), menţinut constant la 13 la sută. Concomitent, coridorul format de ratele dobânzilor la facilităţile permanente în jurul *base rate* a fost îngustat în mai mulţi paşi, de la +12/-0,5 puncte procentuale[27] la dimensiunea standard de ±1 punct procentual, prin scăderea amplă a ratei dobânzii la facilitatea de creditare, iar în septembrie şi prin reducerea celei la facilitatea de depozit.

La finele lunii septembrie, odată cu finalizarea ajustării caracteristicilor acestor instrumente, banca centrală a adoptat o serie de măsuri în scopul întăririi rolului *base rate* şi al simplificării instrumentelor politicii monetare. Astfel, din 1 octombrie 2023, banca centrală a început să remunereze la rata dobânzii de politică monetară şi excesul de rezerve deţinut de bănci în conturile curente la aceasta. Conturile de rezerve au devenit astfel principalul instrument de politică monetară, atât rezervele excedentare, cât şi cele minime obligatorii[28] fiind remunerate la rata dobânzii de politică monetară.

În trimestrul IV 2023, banca centrală a mai efectuat trei reduceri consecutive ale ratelor dobânzilor reprezentative, în paşi ceva mai mici, de 0,75 puncte procentuale, coborând în decembrie rata dobânzii de politică monetară la 10,75 la sută, iar ratele dobânzilor aferente facilităţii de depozit şi celei de creditare la 9,75 la sută, respectiv la 11,75 la sută. Deciziile au fost adoptate în contextul în care rata anuală a inflaţiei şi-a accentuat scăderea în a doua parte a anului, ajungând la 5,5 la sută în decembrie, de la 20,1 la sută în iunie şi un vârf de 25,7 la sută în ianuarie 2023, iar prognoza din decembrie a evidenţiat perspectiva continuării reducerii ei alerte în trimestrul I 2024, însă mai moderată ulterior, pe fondul epuizării efectelor de bază dezinflaţioniste şi al redresării economiei după contracţia suferită în anul 2023[29]. În aceste condiţii, rata anuală a inflaţiei era anticipată să revină în apropierea punctului central al ţintei, de 3 la sută, în anul 2025.

---

26 În trimestrul III, activitatea economică şi-a accentuat declinul faţă de trimestrul anterior, la -0,6 la sută, astfel încât, pe ansamblul anului 2023, economia s-a contractat cu 0,3 la sută, după un avans de 2,4 la sută în 2022.

27 Jumătatea superioară a coridorului ratelor dobânzilor a fost extinsă la 12 puncte procentuale în octombrie 2022, în contextul intensificării presiunilor de depreciere a forintului.

28 Începând cu luna aprilie 2023, rata RMO a fost majorată de la 5 la sută la 10 la sută, băncile putând să opteze în mod individual pentru o rată RMO de până la 15 la sută (până la 10 la sută anterior). Tot din luna aprilie 2023 s-a aplicat maniera de remunerare a RMO constând în următoarele: o cotă de 25 la sută din RMO a fost exclusă din volumul bonificat, diferenţa de 75 la sută fiind remunerată pe mai departe la rata dobânzii de politică monetară în vigoare, iar disponibilităţile opţionale (care depăşeau nivelul minim de 10 la sută) au fost bonificate la o rată a dobânzii egală cu cea aferentă licitaţiilor pentru depozite ON. Începând cu luna ianuarie 2024, banca centrală a eliminat sistemul ratelor opţionale ale RMO, rata RMO fiind uniformizată la 10 la sută.

29 În anul 2023, activitatea economică a consemnat un declin de 0,9 la sută, după creşterea ei cu 4,6 la sută în 2022.