

## Caseta 8. Conduita politicilor monetare ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune în anul 2019

După un parcurs relativ sincronizat în ultimii ani și cvasiancorat la țintele băncilor centrale începând din 2017, ratele anuale ale inflației din zona euro și SUA, respectiv din țările din regiune, au tins să urmeze traiectorii divergente în 2019 (Grafic A). Dincolo de unele influențe specifice, evoluția a reflectat cu precădere

intensitatea diferită a presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali: moderată sau slabă în statele dezvoltate, dar semnificativă în plan regional, în concordanță cu poziția ciclică a economiei și situația încordată a pieței muncii.

Astfel, în zona euro, rata anuală a inflației s-a îndepărtat de la valorile mai înalte, apropiate obiectivului băncii centrale, atinse spre finele anului 2018, coborând lent și cvasicontinuu până la începutul trimestrului IV 2019. Ulterior, aceasta și-a corectat doar parțial declinul, cu aportul componentei serviciilor și al celei a produselor alimentare, plasându-se la finele perioadei ușor peste nivelul de 1 la sută. În SUA, *pattern*-ul a fost relativ similar, scăderea de ansamblu a ratei anuale a inflației fiind totuși mai estompată. În statele din regiune, ratele anuale ale inflațiilor și-au reluat însă încă din

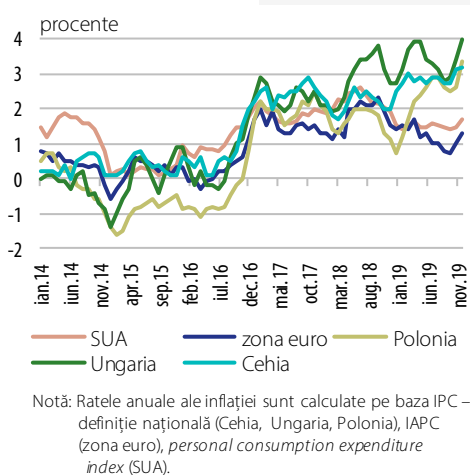
debutul anului ascensiunea întreruptă temporar la finele anului 2018 și și-au prelungit-o apoi, ajungând la sfârșitul perioadei spre limita superioară a intervalului de variație al țintei sau chiar deasupra acestuia în Cehia.

În ceea ce privește rata anuală a inflației de bază, în zona euro aceasta a fluctuat ceva mai amplu în prima jumătate a anului, iar apoi a dobândit un profil lent ascendent, depășind ușor valoarea de 1 la sută doar la sfârșitul anului, iar în SUA, aceasta s-a stabilizat în jurul unui nivel de 1,6 la sută. În schimb, în statele din regiune, ratele anuale ale inflațiilor *core* au urcat vizibil în raport cu cele înregistrate în 2018, poziționându-se consecvent în jumătatea superioară a intervalului țintei în Ungaria și în Cehia și avansând cvasicontinuu în Polonia, de la niveluri aflate sub limita inferioară a intervalului țintei până în apropierea limitei de sus a acestuia.

Evoluțiile au survenit în contextul în care ritmul creșterii economice s-a redus în raport cu dinamicele excepționale din precedenții doi ani, mai vizibil în SUA și în zona euro, dar mai estompat în statele din regiune, unde a rămas chiar peste nivelul potențial. Decelerarea a fost imprimată mai cu seamă de temperarea avansului producției din sectorul manufacturier, în condițiile în care activitatea sectorului servicii a rămas intensă.

Banca Centrală Europeană a crescut treptat gradul de acomodare a politicii monetare pe parcursul anului 2019, în condițiile prelungirii șederii ratei anuale a inflației sub obiectivul pe termen mediu, inclusiv în perspectivă, pe fondul slăbirii activității economice și al sporirii riscurilor adverse la adresa acesteia. Astfel, în

**Grafic A**  
Ratele anuale ale inflațiilor  
în zona euro, SUA  
și statele din regiune



Notă: Ratele anuale ale inflației sunt calculate pe baza IPC – definiție națională (Cehia, Ungaria, Polonia), IAPC (zona euro), *personal consumption expenditure index* (SUA).

Sursa: Eurostat, institute naționale de statistică, FRED

ședința din martie, Consiliul guvernatorilor a extins până la finele anului 2019<sup>1</sup> orizontul de timp al angajamentului privind păstrarea la nivelurile în vigoare a ratelor dobânzilor aferente principalelor operațiuni de refinanțare și ale celor la facilitățile permanente și a anunțat derularea unor noi operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (TLTRO-III<sup>2</sup>) cu frecvență trimestrială, în perioada septembrie 2019 – martie 2021. În aceeași ședință, BCE a menținut neschimbate rata dobânzii aferentă principalelor operațiuni de refinanțare<sup>3</sup>, precum și ratele dobânzilor la facilitățile permanente<sup>4</sup> și a reiterat intenția de a reinvesti sumele reprezentând principalul aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului *Asset Purchase Programme* (APP) o lungă perioadă după momentul la care va începe să majoreze ratele dobânzilor reprezentative și, în orice caz, atâta timp cât va fi necesar pentru menținerea unor condiții favorabile ale lichidității și a unui grad amplu de acomodare monetară. De asemenea, BCE a decis să continue derularea operațiunilor principale de refinanțare sub formă de licitație la rată fixă a dobânzii și alocare integrală atâta timp cât va fi necesar sau cel puțin până la finele perioadei de menținere a RMO care va începe în martie 2021. Deciziile au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației s-a menținut în debutul anului în jurul valorii de 1,5 la sută, iar traiectoria sa anticipată a fost revizuită semnificativ în sens descendent. La rândul ei, rata anuală a inflației de bază a oscilat ușor în jurul valorii de 1 la sută, inclusiv în absența manifestării presiunilor inflaționiste anticipate să decurgă din majorarea costurilor salariale, iar așteptările inflaționiste pe termen lung au consemnat o nouă scădere, în timp ce perspectiva creșterii economice s-a înrăutățit, în condițiile încetinirii acesteia la finele lui 2018, dar și pe fondul acutizării tensiunilor geopolitice, precum și a riscurilor induse de conflictele comerciale.

Activitatea economică a infirmat așteptările de stagnare/deteriorare în trimestrul II, însă exclusiv datorită influenței unor factori temporari, dinamica ei anticipată pe termen mai lung fiind din nou revizuită în sens descendent la mijlocul anului, inclusiv în contextul slăbirii comerțului mondial. Totodată, rata anuală a inflației a continuat să se plaseze vizibil sub nivelul de 2 la sută, pe fondul evoluției prețurilor energetice și a prețurilor unor servicii, dar și al unor fluctuații modeste ale inflației de bază.

În aceste condiții, Consiliul guvernatorilor a revizuit în ședința din iulie mesajul *forward guidance*, indicând că anticipează păstrarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE la nivelurile în vigoare sau mai joase cel puțin până în prima jumătate a anului 2020<sup>5</sup>. În același timp, Consiliul guvernatorilor a subliniat necesitatea unei conduite foarte acomodative a politicii monetare pe o perioadă prelungită, în condițiile în care nivelurile ratei inflației – atât cele efective, cât și cele proiectate – se situau în mod persistent sub cele compatibile cu obiectivul BCE. Totodată,

<sup>1</sup> Anterior, se considera că nivelurile ratelor dobânzilor în vigoare vor fi păstrate până la finele verii 2019.

<sup>2</sup> Detaliile privind condițiile de desfășurare a operațiunilor au fost stabilite în ședința de politică monetară din luna iunie.

<sup>3</sup> La zero la sută.

<sup>4</sup> La -0,40 la sută în cazul facilității de depozit, respectiv la 0,25 la sută în cazul celei de creditare.

<sup>5</sup> În ședința din iunie, Consiliul guvernatorilor anticipa menținerea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE la nivelurile curente cel puțin până în prima jumătate a anului 2020.

Consiliul guvernatorilor a arătat că era pregătit să își ajusteze toate instrumentele pentru a se asigura că inflația va avansa în mod susținut către țintă, indicând drept potențiale opțiuni consolidarea instrumentului *forward guidance*, introducerea unui sistem de remunerare diferențiată, pe niveluri, a rezervelor băncilor și efectuarea de noi achiziții de active financiare.

Ulterior, rata anuală a inflației și-a accentuat ușor scăderea, în condițiile unei variații modeste a inflației de bază, iar traiectoria ei anticipată a fost revizuită în sens descendent, sub impactul evoluției probabile a cotațiilor țiteiului, dar și al atenuării presiunilor inflaționiste așteptate să decurgă din factorii fundamentali, precum și al anticipațiilor inflaționiste mai joase. Creșterea economică era așteptată să decelereze în continuare, date fiind slăbirea comerțului internațional și prelungirea incertitudinilor legate de conflictele comerciale și tensiunile geopolitice. În aceste condiții, în luna septembrie BCE a decis reducerea ratei dobânzii la facilitatea de depozit cu 0,10 puncte procentuale, la -0,50 la sută, și păstrarea neschimbată a ratei dobânzii aferente principalelor operațiuni de refinanțare<sup>6</sup>, precum și a celei aplicate facilității de creditare<sup>7</sup>. De asemenea, Consiliul guvernatorilor a revizuit mesajul *forward guidance*, eliminând referirea la un orizont anume de timp și condiționând menținerea ratelor dobânzilor reprezentative la nivelurile în vigoare sau mai joase de convergența robustă a prognozei de inflație către obiectivul băncii centrale. Totodată, a decis reluarea începând cu 1 noiembrie 2019 a achizițiilor nete de instrumente financiare în cadrul programului APP, într-un ritm lunar de 20 miliarde euro<sup>8</sup>. În scopul prezervării unor condiții favorabile ale creditării bancare, al asigurării unei transmisii line a politicii monetare și al sprijinirii în continuare a orientării acomodative a politicii monetare, BCE a modificat parametrii seriei de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (TLTRO-III). În același timp, pentru a sprijini transmisia politicii monetare prin intermediul sectorului bancar, Consiliul guvernatorilor a decis să introducă, începând din octombrie 2019, un sistem pe două niveluri pentru remunerarea rezervelor instituțiilor de credit, în cadrul căruia o parte din surplusul de lichiditate deținut de acestea<sup>9</sup> este exceptată de la aplicarea ratei negative a dobânzii la facilitatea de depozit.

<sup>6</sup> La zero la sută.

<sup>7</sup> La 0,25 la sută.

<sup>8</sup> Acestea erau anticipate să fie efectuate atâta timp cât va fi necesar în vederea consolidării impactului acomodativ al politicii ratelor dobânzilor și să se încheie cu puțin timp înainte ca BCE să înceapă să majoreze rata dobânzii de politică monetară.

<sup>9</sup> Determinată ca multiplu al nivelului prevăzut al RMO. Coeficientul a fost stabilit la valoarea de 6, fiind prevăzută, totodată, posibilitatea revizuirii lui ulterioare.

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

	Ținta/ obiectivul de inflație <sup>bc</sup>	Rata anuală a inflației				Rata dobânzii de politică monetară <sup>bc</sup>		PIB – 2019 –		Soldul bugetului consolidat, % din PIB <sup>de</sup>			Soldul contului curent, % din PIB		
		2019 (medie)	2019 (sf. per.)	Proiecție <sup>bc</sup>		dec. 2018	dec. 2019	Dinamică anuală <sup>a,b</sup>	Gap <sup>bh</sup>	2019	Proiecție <sup>e</sup>		2019 <sup>d</sup>	Proiecție <sup>e</sup>	
				2020 (medie)	2021 (medie)						2020	2021		2020	2021
Zona euro	sub, dar aproape de 2 la sută	1,2 <sup>a</sup>	1,3 <sup>c</sup>	1,1 (0,6-1,6)	1,4 (0,7-2,1)	0	0	1,3	ușor pozitiv, în restrângere	-0,6 <sup>a</sup>	-0,9 <sup>d</sup>	-1,0 <sup>d</sup>	2,7	2,4 <sup>c</sup>	2,3 <sup>c</sup>
SUA	2 la sută	1,5 <sup>f</sup>	1,7 <sup>f</sup>	2,1 <sup>***</sup>	2,1 <sup>***</sup>	2,25-2,50	1,50-1,75	2,3	pozitiv, în creștere usoară	-4,6 <sup>g</sup>	-4,6 <sup>g</sup>	-4,3 <sup>g</sup>	-2,3	-2,5 <sup>d</sup>	-2,5 <sup>d</sup>
Polonia	2,5 la sută ±1 pp	2,3 <sup>e</sup>	3,4 <sup>e</sup>	2,8	2,6	1,5	1,5	4,1	pozitiv, în creștere	-0,7 <sup>a</sup>	-0,2 <sup>d</sup>	-0,9 <sup>d</sup>	0,5	-0,4 <sup>d</sup>	-0,1 <sup>d</sup>
Ungaria	3 la sută ±1 pp	3,4 <sup>e</sup>	4,0 <sup>e</sup>	2,9	3,0	0,9	0,9	4,9	pozitiv, în creștere	-2,0 <sup>a</sup>	(-1,6)-(-1,7) <sup>b</sup>	(-1,4)-(-1,6) <sup>b</sup>	-0,8	0,7 <sup>b</sup>	1,3 <sup>b</sup>
Cehia	2 la sută ±1 pp	2,8 <sup>e</sup>	3,2 <sup>e</sup>	2,6	2,0	1,75	1,75	2,6	pozitiv, în restrângere	0,3 <sup>a</sup>	0,8 <sup>b</sup>	0,5 <sup>b</sup>	-0,4	0,6 <sup>b</sup>	0,6 <sup>b</sup>
România	2,5 la sută ±1 pp	3,83 <sup>e</sup>	4,04 <sup>e</sup>	2,9	3,1 <sup>*****</sup>	2,5	2,5	4,1	pozitiv, în creștere	-4,3 <sup>a</sup>	-4,4 <sup>d</sup>	-6,1 <sup>d</sup>	-4,6	-5,3 <sup>d</sup>	-5,4 <sup>d</sup>

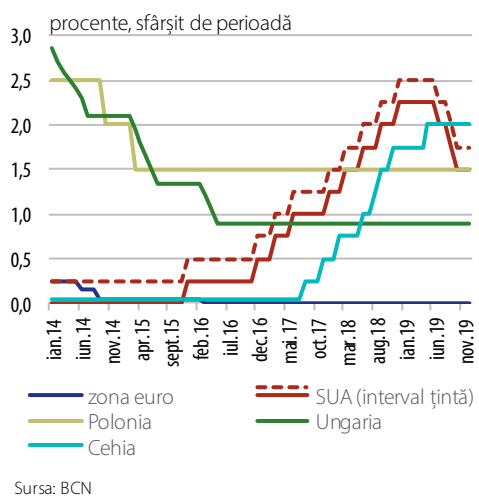
\*) valorile prognozate corespund ultimelor proiecții realizate de băncile centrale în anul 2019, respectiv proiecției din toamna 2019 a Comisiei Europene

\*\*) 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

\*\*\*\*\*) finalul orizontului de prognoză este trimestrul III 2021

Surse: a) Eurostat, b) băncile centrale naționale, c) BCE, d) Comisia Europeană (AMECO), e) institute naționale de statistică, f) US Bureau of Economic Analysis, g) US Congressional Budget Office, h) FMI



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

La rândul său, Fed a schimbat în 2019 cursul politicii monetare, coborând în trei pași (în iulie, septembrie și octombrie) intervalul-țintă al *federal funds rate*, cu câte 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 1,50-1,75 la sută (Tabel A; Grafic B), după ce în anul anterior a prelungit ciclul de creștere a ratei dobânzii-cheie, iar apoi a prezervat statu-quo-ul acesteia până în iunie 2019. Totodată, banca centrală a stopat în septembrie procesul de reducere a volumului de instrumente financiare deținute în portofoliu, încetinind, de altfel, chiar din luna mai, ritmul de normalizare a bilanțului. Modificarea conduitei politicii monetare a fost decisă într-un context în care rata anuală a inflației relevantă pentru politica monetară s-a plasat în general sub nivelul țintei simetrice de 2 la sută, pe seama evoluției componentelor volatile (alimente, combustibili), dar și pe fondul atenuării

presiunile inflaționiste ale cererii. În același timp, ritmul activității economice s-a moderat, ca urmare a decelerării dinamicii investițiilor. Totodată, incertitudinile și riscurile la adresa perspectivei creșterii economice – care a rămas totuși pozitivă, inclusiv ca efect al condițiilor favorabile de pe piața muncii – s-au mărit considerabil, în contextul creșterii tensiunilor comerciale și geopolitice, ale căror influențe au fost receptate și de așteptările inflaționiste.

În regiune, Banca Națională a Cehiei a încetinit considerabil ciclul de întărire a politicii monetare – inițiat în august 2017 și accentuat în 2018 –, majorând în 2019

o singură dată rata dobânzii de politică monetară, cu 0,25 de puncte procentuale, până la 2,0 la sută<sup>10</sup>. Creșterea a fost decisă în luna mai, în condițiile în care rata anuală a inflației și-a reluat ascensiunea și a urcat consistent în primele trei luni ale anului, în principal pe seama componentei de bază, atingând în martie limita de sus a intervalului țintei. Totodată, noua prognoză a băncii centrale a indicat menținerea acesteia în jumătatea superioară a intervalului țintei până la finele anului, pe fondul dinamicii mai înalte a prețurilor administrate și al majorării prețurilor alimentelor, dar mai ales ca efect al presiunilor inflaționiste persistente ale factorilor fundamentali. Cele din urmă erau așteptate să se tempereze totuși în a doua parte a orizontului de prognoză, pe seama evoluției prețurilor importurilor, precum și ca urmare a decelerării creșterii economice și a majorărilor salariale. În aceste condiții, rata anuală a inflației era anticipată să coboare în apropierea punctului central al țintei în 2020, inclusiv sub impactul scăderii dinamicii anuale a prețurilor administrate și al întăririi condițiilor monetare, pe seama ambelor componente – rata dobânzii și cursul de schimb.

Ulterior deciziei, rata anuală a inflației a rămas în apropierea limitei superioare a intervalului țintei, pe care a depășit-o chiar ușor în ultimele două luni ale lui 2019, pe fondul ascensiunii dinamicilor prețurilor administrate, alimentare și energetice, dar și ca efect al accelerării inflației de bază. Prognozele succesive au reconfirmat perspectiva menținerii ratei anuale a inflației sub limita de sus a intervalului țintei în perspectivă apropiată, urmată de revenirea acesteia spre punctul central al țintei, pe fondul calmării treptate a presiunilor inflaționiste. Excedentul de cerere agregată era așteptat să se închidă treptat, în principal ca urmare a temperării ușoare a dinamicii consumului, în timp ce impulsul fiscal, pozitiv în 2019, era anticipat să devină neutru în 2020-2021, în condițiile în care majorările salariale și ale pensiilor prevăzute pe termen mediu urmau a fi compensate de unele creșteri de taxe și accize. În același timp, incertitudinile asociate evoluției sectorului extern erau de natură să încline balanța riscurilor în sens ușor antiinflaționist, fără a eroda totuși surplusul balanței bunurilor și serviciilor până la finele orizontului de prognoză.

Banca Națională a Poloniei a păstrat și în 2019 rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,50 la sută – în vigoare din martie 2015. Statu-quo-ul a fost decis în condițiile în care rata anuală a inflației a urcat aproape constant pe parcursul anului, de la valori inferioare intervalului țintei, de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual<sup>11</sup>, până spre limita lui superioară. Pe lângă influența unor componente volatile, evoluția a reflectat traiectoria continuu ascendentă a inflației de bază, relevând acumularea presiunilor inflaționiste din partea factorilor fundamentali. De altfel, creșterea economică a rămas robustă în 2019, chiar dacă în ușoară moderare, susținută de consumul gospodăriilor populației, pe fondul dinamicii alerte a salariilor, al ratei șomajului reduse și al sentimentului pozitiv al consumatorilor. Potrivit prognozelor macroeconomice succesive, rata anuală a inflației era așteptată să crească în continuare în perspectivă apropiată, fără a ieși însă din intervalul țintei – sub impactul dinamicii înalte a costurilor salariale și al presiunilor

<sup>10</sup> Concomitent, rata dobânzii aferentă facilității de depozit a fost majorată la 1,0 la sută, iar cea aferentă facilității de creditare, la 3,0 la sută.

<sup>11</sup> 0,7 la sută în ianuarie.

cererii agregate –, pentru ca apoi să revină în apropierea punctului central al țintei, în condițiile atenuării presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali, asociată temperării creșterii economice, dar și dinamicii joase a prețurilor importurilor. Totodată, potrivit evaluărilor realizate spre finele anului, anticipata slăbire a creșterii economice sub influența încetinirii avansului economiilor principalilor parteneri externi nu era de natură să determine o înrăutățire evidentă a poziției externe a economiei.

Și Banca Națională a Ungariei a menținut neschimbate pe parcursul anului 2019 rata dobânzii de politică monetară și rata dobânzii la facilitatea de creditare, ambele la nivelul de 0,9 la sută. În luna martie, rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost majorată însă cu 0,10 puncte procentuale, la -0,05 la sută – valoare la care a fost menținută ulterior. Tot în luna martie, banca centrală a adoptat noi măsuri neconvenționale de politică monetară, anunțând lansarea începând cu luna iulie a programului „Bond Funding for Growth Scheme (BGS)”, în scopul îmbunătățirii transmisiei politicii monetare și creșterii lichidității pieței de obligațiuni corporative.

Deciziile au fost adoptate într-un context în care rata anuală a inflației s-a situat, în linii mari, în jurul punctului central al țintei, fluctuând în principal ca efect al volatilității prețurilor alimentare și ale combustibililor, în timp ce rata anuală a inflației de bază s-a plasat consecvent în apropierea limitei superioare a acestuia. Totodată, perspectiva inflației era marcată, pe de o parte, de presiuni inflaționiste semnificative decurgând din dinamica alertă a cererii interne și, pe de altă parte, de presiuni de sens opus venind din evoluția relativ mai slabă a sectorului extern, cu implicații inclusiv asupra variației prețurilor importurilor. În plus, prognozele succesive au evidențiat plasarea ratei anuale a inflației în linie cu ținta, așteptări inflaționiste ancorate și o ușoară decelerare a inflației de bază până la finele orizontului de prognoză.