CASETĂ

Cadrul operaţional al politicii monetare a BNR

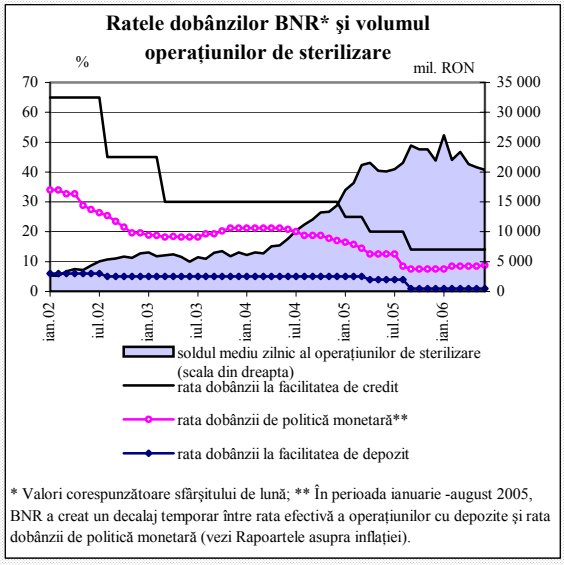
Cadrul operaţional al politicii monetare reprezintă setul de instrumente şi proceduri prin care banca centrală implementează politica monetară în vederea atingerii obiectivului său fundamental. Configuraţia actuală a cadrului operaţional al politicii monetare a BNR este rezultanta modificărilor succesive operate de banca centrală asupra instrumentelor de politică monetară în scopul adaptării lor la mutaţiile produse la nivelul pieţei financiare, în primul rând al segmentului interbancar, precum şi la nivelul economiei în ansamblul ei. Totodată, prin schimbările pe care le-a efectuat, BNR a urmărit să asimileze principiile generale care stau la baza configurării unui asemenea cadru, cele mai importante fiind: (i) eficacitatea operaţională a băncii centrale şi (ii) simplitatea, transparenţa şi eficienţa instrumentelor de politică monetară. În ultima perioadă, principalele ajustări operate de BNR asupra propriilor instrumente au vizat:

- valorificarea şi potenţarea fenomenului de întărire a rolului ratei dobânzii în cadrul mecanismului de transmisie a politicii monetare, produsă pe fondul progresului refacerii intermedierii financiare şi al adâncirii pieţei monetare;
- armonizarea acestora cu setul de instrumente ale BCE, cu toate că persistenţa excedentului structural de lichiditate necesită adecvarea caracteristicilor instrumentelor utilizate de BNR la specificul pieţei monetare interne;
- creşterea gradului de transparenţă şi de predictibilitate ale acestora în contextul strategiei de ţintire directă a inflaţiei adoptate de BNR în august 2005.

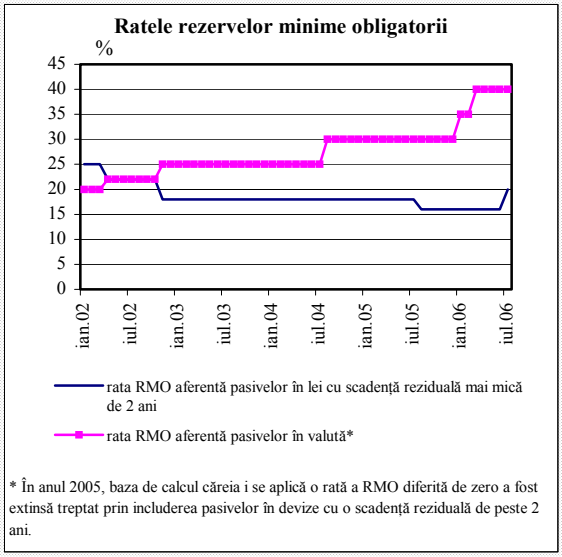
Setul de instrumente utilizat în prezent *de facto* de către BNR cuprinde:

1. Operaţiunile *open market*. Utilizate în scopul influenţării ratelor de dobândă, al gestionării condiţiilor de lichiditate de pe piaţa monetară, dar şi pentru a semnala orientarea politicii monetare, operaţiunile de piaţă reprezintă cel mai important instrument de politică monetară al BNR. Deşi *de jure* banca centrală are la dispoziţie o gamă variată de instrumente de piaţă, poziţia de debitor net a acesteia faţă de sistemul bancar a impus utilizarea *de facto* aproape exclusivă a instrumentelor de absorbţie monetară. În prezent, acestea includ:

- Atragerea de depozite pe scadenţa de o lună – instrumentul principal de politică monetară. Operaţiunile cu depozite au fost iniţiate în iunie 1997, ele desfăşurându-se, de regulă, ca licitaţii de rată de dobândă adjudecate prin metoda preţului multiplu. Până în anul 2003 termenele depozitelor atrase au variat între o zi şi trei luni. Cu începere din luna mai 2003, BNR utilizează o unică scadenţă – cea de o lună – pentru atragerea de depozite. Plafonul randamentelor acceptate la aceste operaţiuni, stabilit de către CA al BNR (preanunţat începând din luna august 2003), a reprezentat rata dobânzii de politică monetară (graficul de mai jos) până la momentul trecerii la derularea atragerii de depozite sub forma licitaţiilor de volum (august 2005); în noul context, rata dobânzii de politică monetară o constituie **rata fixă de dobândă ataşată depozitelor pe o lună**. Cea mai recentă modificare a fost adusă acestui instrument de politică monetară în a doua parte a lunii februarie 2006, constând în standardizarea frecvenţei licitaţiilor de depozite – o dată pe săptămână.



* Valori corespunzătoare sfârşitului de lună; ** În perioada ianuarie -august 2005, BNR a creat un decalaj temporar între rata efectivă a operaţiunilor cu depozite şi rata dobânzii de politică monetară (vezi Rapoartele asupra inflaţiei).



* În anul 2005, baza de calcul căreia i se aplică o rată a RMO diferită de zero a fost extinsă treptat prin includerea pasivelor în devize cu o scadenţă reziduală de peste 2 ani.

(continuare)

– Emiterea de certificate de depozit (CD-uri) – instrument introdus în luna iunie 2004, datorită necesităţii sterilizării unui volum tot mai mare al excedentului de lichiditate. Emise pe o scadenţă superioară celei a depozitelor (3 luni) şi putând fi tranzacţionate pe piaţa secundară între bănci, CD-urile au oferit avantajul prelungirii orizontului temporal al sterilizării, în condiţiile unei prime de lichiditate relativ mai reduse. Operaţiunile BNR cu CD-uri au un grad mai ridicat de standardizare decât cele cu depozitele; certificatele se emit exclusiv prin intermediul licitaţiilor adjudecate prin metoda preţului multiplu, organizate cu frecvenţă lunară, valoarea acceptată de BNR putând varia în limita a ±25 la sută din volumul anunţat.

2. Facilităţile oferite de banca centrală. Aceste instrumente au fost introduse începând din anul 2000, având rolul: (i) de a absorbi (facilitatea de depozit) sau de a injecta (facilitatea de credit) lichiditate pe termen foarte scurt (o zi), (ii) de a semnala orientarea generală a politicii monetare prin ratele de dobândă ataşate şi respectiv (iii) de a stabiliza ratele dobânzilor pe termen scurt pe piaţa monetară interbancară, prin culoarul format de ratele de dobândă ale celor două facilităţi. Spre deosebire de operaţiunile *open market* , facilităţile oferite de banca centrală sunt accesibile instituţiilor de credit la iniţiativa acestora, ele fiind apelate cu o frecvenţă mai mare doar la finele perioadelor de constituire a RMO.

3. Rezervele minime obligatorii (RMO). Introdus în anul 1992, regimul RMO a fost adaptat treptat contextului specific de implementare al politicii monetare. O modificare radicală a fost adusă acestui regim în anul 2002, BNR urmărind ca acest instrument să îndeplinească atât funcţia de control monetar (aflată în strânsă corelaţie cu cea de management al lichidităţii şi mai precis de sterilizare a excedentului structural de lichiditate), cât şi pe cea de stabilizator al ratelor dobânzilor pieţei interbancare. Principalele caracteristici ale actualului regim al RMO sunt:

(i) baza de calcul a RMO se determină ca nivel mediu zilnic (pe perioada de observare) al soldurilor elementelor de pasiv în lei şi în valută din bilanţurile băncilor (cu excepţia pasivelor interbancare, a obligaţiilor către BNR şi a capitalurilor proprii);

(ii) perioada de observare şi cea de aplicare au durata de o lună, fiind succesive (prima dintre ele reprezentând intervalul cuprins între data de 24 a lunii precedente şi data de 23 a lunii curente);

(iii) ratele RMO pot fi diferenţiate atât în funcţie de moneda de constituire (vezi graficul din casetă), cât şi în funcţie de scadenţa reziduală a elementelor incluse în baza de calcul (mai mică sau mai mare de 2 ani);

(iv) RMO se constituie ca nivel mediu zilnic al disponibilităţilor menţinute pe parcursul perioadei de aplicare în conturile deschise la BNR;

(v) deficitului de rezerve i se aplică o dobândă penalizatoare, iar abaterile repetate se sancţionează prin avertisment, amenzi sau prin limitarea operaţiunilor instituţiei de credit.

4. Intervenţiile pe piaţa valutară. Spre deosebire de celelalte categorii de instrumente utilizate de BNR, intervenţiile pe piaţa valutară nu sunt standardizate. În intervalul 1997-2005, operaţiunile băncii centrale pe piaţa valutară au constat în principal în cumpărări de valută. Acestea s-au rărit însă substanţial începând cu noiembrie 2004, când BNR şi-a ajustat politica de intervenţii valutare în scopul creşterii flexibilităţii şi impredictibilităţii cursului de schimb al monedei naţionale. Totuşi, în vara anului 2005, BNR a fost nevoită să recurgă la intervenţii masive pe piaţa valutară, autoritatea monetară urmărind astfel să descurajeze intrările substanţiale de capital speculativ din acea perioadă prin compromiterea anticipaţiilor de apreciere nominală şi prin accentuarea impredictibilităţii cursului de schimb al leului; începând cu a doua jumătate a lunii octombrie 2005 banca centrală nu a mai efectuat însă operaţiuni pe piaţa valutară.