



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU  
Guvernator

Domnului LIVIU DRAGNEA  
Președinte  
Camera Deputaților  
Parlamentul României

Nr. G/72/28.03.2018

Ref: Scrisoarea nr.1/639/LD/27.02.2018

Stimate domnule Președinte,

Membrii Consiliului de Administrație al Băncii Naționale a României au analizat scrisoarea dumneavoastră privind evoluția principalilor indicatori macroeconomici și a componentelor mix-ului de politici economice. Răspundem invitației dumneavoastră la un dialog constructiv între Parlament, Guvern și Banca Națională a României, în baza Legii 312/2004 și a prevederilor privind băncile centrale din Tratatul de Funcționare a Uniunii Europene, cu scopul de a realiza o îmbinare mai bună între politicile guvernamentale și politica monetară a Băncii Naționale a României, de natură să asigure predictabilitate, sustenabilitate și dezvoltare durabilă a țării.

\*  
\*                      \*

O primă problemă ridicată în scrisoarea dumneavoastră se referă la inflație, determinanți interni și externi și evoluția ei în perioada următoare.

Obiectivul fundamental al BNR în conformitate cu legea națională, dar și cu normele U.E., este asigurarea stabilității prețurilor, aceasta fiind cea mai bună contribuție pe care o bancă centrală o poate aduce la creșterea durabilă a economiei. În conformitate cu strategia de țintire a inflației la care România a aderat în ultimii 12 ani și legiferată în Parlament, stabilitatea prețurilor este asigurată de menținerea, pe termen mediu, a ratei anuale de creștere a indicelui prețurilor de consum (IPC), calculat de Institutul Național de Statistică, în linie cu o țintă de inflație oficială exprimată ca punct central încadrat de un interval de variație de  $\pm 1$  punct procentual, anunțată public de BNR. În ultimii ani, ținta de inflație a fost staționară, fiind stabilită la nivelul de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual.

În decembrie 2017, rata inflației s-a situat la 3,3 la sută, respectiv în interiorul intervalului de variație al țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual. Întrucât obiectivul de stabilitate a prețurilor a fost atins în 2017, este firească întrebarea din scrisoarea dumneavoastră: de ce a reacționat BNR atât de repede (la început de an) și atât de puternic? Totodată, dintr-o altă perspectivă, am fost catalogați ca acționând cu timiditate și că ar fi fost necesar să intervenim puternic încă din partea a doua a anului 2017.

Recentele decizii, adoptate de Consiliul de Administrație în ședințele din 8 ianuarie, respectiv 7 februarie 2018, au vizat ajustarea conduitei politicii monetare în contextul creșterii semnificative și rapide a ratei inflației din ultimele luni: rata anuală a inflației calculată de Institutul Național de Statistică pe baza indicelui prețurilor de consum s-a situat la 4,3 la sută în ianuarie și la 4,7 la sută în februarie 2018 (peste limita superioară a intervalului de variație al țintei), comparativ cu 0,8 la sută în iunie 2017. Ultimele proiecții oficiale ale BNR, aferente Raportului asupra inflației din februarie 2018, indică valori apropiate de 5 la sută pentru rata anuală a inflației, calculată pe baza indicelui prețurilor de consum menționat, pe parcursul primelor trei trimestre ale anului curent.

În scopul revenirii inflației la un nivel prognozat de 3,5 la sută în decembrie 2018, respectiv la limita superioară a intervalului țintit, s-a impus o întărire graduală a politicii monetare, începând cu semestrul II 2017, la început prin îngustarea coridorului de dobânzi din jurul ratei de politică monetară. Întărirea a fost impusă de altfel și de condițiile pieței. În final, majorarea ratei de politică monetară a fost determinată atât de accelerarea inflației de bază, cât și de faptul că efectele politicii monetare apar cu o anumită întârziere.

O eventuală lipsă de reacție din partea BNR, atât în primele două luni ale anului, cât și în perspectivă, ar amplifica riscul ancorării așteptărilor inflaționiste la un nou nivel, crescut, deoarece agenții economici, inclusiv instituțiile internaționale, ar fi interpretat lipsa de reacție a BNR ca pe o acceptare tacită, pe termen mediu și lung, a respectivului nivel al inflației. De asemenea, s-ar fi mărit riscul deprecierei suplimentare a leului.

Un asemenea context ar putea genera noi presiuni inflaționiste și inițierea unui ciclu inflație-depreciere-inflație, având în vedere că BNR nu poate contracara, în orice condiții și la orice nivel al dobânzii, presiunile de pe piața valutară, mai ales dacă acestea sunt alimentate de schimbarea percepției investitorilor asupra economiei naționale.

Pe bună dreptate arătați în scrisoarea dumneavoastră că majorarea ratei anuale a inflației din ultimele luni a fost generată îndeosebi de factori exogeni, tranzitorii și statistici. Așa s-a arătat și în documentele BNR, inclusiv în ultimul raport trimestrial privind inflația: amplul puseu inflaționist din ultimele luni este cauzat de șocuri adverse pe partea ofertei, interne și externe. Ele au constat în principal în creșteri de prețuri ale energiei electrice, gazelor naturale și energiei termice, precum și în scumpirea combustibililor, ca urmare a cotațiilor ascendente ale petrolului și ale majorării accizei la carburanți. Influențe similare provin din dinamica prețurilor la legume, fructe și ouă (LFO), precum și din majorările aplicate prețului tutunului în ultimele luni ale anului anterior. Acestora li se alătură epuizarea în ianuarie-februarie 2018 a efectelor dezinflaționiste tranzitorii ale măsurilor implementate în perioada ianuarie-februarie 2017 - constând în scăderea la 19 la sută a cotei standard a TVA, eliminarea supraaccizei la combustibili și a taxelor nefiscale. Efectele acestor măsuri au ecranat timp de 12 luni evidențierea la nivelul dinamicii anuale a IPC a impactului creșterilor lunare înregistrate în acest interval de prețurile de consum.

Acestea sunt realități pe care nu numai că nu le contestăm, ci le subliniem în toate prezentările noastre publice. Dar, așa cum BNR a menționat în documentele sale, dincolo de efectele factorilor tranzitorii și statistici, creșterile lunare cvasi-generalizate de prețuri, concretizate în accelerarea în termeni anuali a inflației, reflectă și factori inflaționiști fundamentali, netranzitorii, dintre care menționăm: acumularea progresivă de presiuni inflaționiste pe partea cererii; costurile salariale în creștere; anticipații inflaționiste sporite pe termen scurt. Astfel, rata anuală a inflației CORE2 ajustat - componenta care receptează prioritar acțiunea factorilor fundamentali - a crescut în decembrie 2017 la 2,4 la sută, iar în ianuarie 2018 a urcat la 2,8 la sută, peste punctul central al țintei de inflație. În plus, ea este anticipată să crească și să se mențină în 2019 în jurul valorii de 3,7 la sută, fiind astfel singura componentă a IPC responsabilă de probabila cantonare a ratei anuale a inflației în jumătatea superioară a intervalului țintei.

Întrucât indicatorul specific CORE 2 ajustat poate recepta și impactul politicii monetare, modelul econometric utilizat de BNR în fundamentarea deciziilor de politică monetară arată că fără o reacție promptă a politicii monetare, inflația în România s-ar menține la niveluri mai înalte, ceea ce ar necesita, ulterior, majorări mai ample ale ratei de dobândă de politică monetară cu efecte economice și sociale nocive.

Pentru aceste motive, măsurile luate cu unanimitate de voturi de către Consiliul de Administrație al BNR reprezintă singura reacție corectă, justificată și proporțională cu amenințările inflaționiste existente și cu dezechilibrele în creștere din economie, precum deficitul comercial și de cont curent, la rândul lor, sursă de inflație și instabilitate financiară.

\*  
\*                      \*

În scrisoarea dumneavoastră insistați, pe bună dreptate, pe importanța unei bune îmbinări între politica monetară și politica economică a guvernului. Împărtășim acest punct de vedere. Un asemenea mix adecvat de politici este subliniat de BNR cu fiecare ocazie și se regăsește în toate comunicatele Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României ulterioare ședințelor care decid măsuri de politică monetară. Conlucrarea pozitivă permanentă între BNR și Ministerul Finanțelor Publice este cunoscută și ea s-a concretizat, de exemplu, în ultimele luni, în obținerea

a două împrumuturi avantajoase pentru România de pe piața internațională de capital. Colaborarea are loc și în cadrul instituționalizat, potrivit legii, al Comitetului Național de Supraveghere Macroprudențială.

Mixul de politici economice reprezintă un bun public, iar calitatea acestuia asigură durabilitatea echilibrelor din economie. În acest context, inflația și cursul de schimb reprezintă simptome ale calității mix-ului. Netratarea la timp a cauzelor inflației și deprecierei cursului poate crea un cerc vicios. De exemplu, cursul de schimb exprimă sintetic starea echilibrelor din economie, inclusiv rezultatul acțiunii guvernamentale, cum ar fi cea privind relaxarea fiscală, începută în anul 2015 și continuată în următorii ani.

Un aspect important care considerăm că trebuie subliniat este cel referitor la lanțul causal excedent de cerere – deficit bugetar – deficit de cont curent – deprecierea cursului – inflație. Toate elementele enumerate mai sus trebuie privite în corelație, nu numai cu politica monetară, dar și cu politica guvernamentală fiscal-bugetară și a veniturilor.

Teoria și practica economică au demonstrat că orice cerere excedentară, peste capacitatea de la un anumit moment a economiei de a o acoperi, se manifestă fie într-o deteriorare a deficitului extern (de cont curent), fie într-o creștere a inflației, fie într-o combinație a celor două. La rândul ei, deteriorarea deficitului extern dezechilibrează raportul cerere-ofertă pe piața valutară, mărește presiunile de depreciere a leului și, pe această cale, amplifică tendințele inflaționiste.

Banca Națională a României urmărește cu preocupare atât evoluția inflației, cât și a deficitului de cont curent, date fiind implicațiile asupra evoluției prezente sau viitoare a cursului de schimb al leului și riscurile induse asupra dinamicii viitoare a inflației, inclusiv pe calea influențării în sens ascendent a anticipațiilor inflaționiste. La nivelul de 3,4 la sută din PIB înregistrat în anul 2017, deficitul de cont curent al României a ajuns să fie al treilea ca mărime din Uniunea Europeană, după cel al Ciprului și al Marii Britanii. România se încadrează, încă, în criteriul de 4 la sută stabilit prin Tabloul de Bord atașat Semestrului European, dar tendința deficitului extern este de creștere; în plus, acest fapt poate constitui o vulnerabilitate în cazul declanșării unei eventuale crize internaționale sau al creșterii costului finanțării pentru economiile emergente. Această situație este reflectată în conduita investitorilor străini, care tind să-și micșoreze expunerea pe leu, dacă apreciază că ratele de dobândă nu sunt suficient de mari pentru a acoperi riscul, ceea ce adaugă la presiunile de depreciere a leului.

Afirmați, în scrisoarea dumneavoastră că, în materie de corectare a deprecierei cursului de schimb, mecanismele de intervenție nu aparțin Guvernului, ceea ce este adevărat, într-o anumită măsură. Cealaltă față a adevărului este că în România cursul de schimb al leului este stabilit de piață și evoluția lui este condiționată, pe de o parte, de fundamentele sale economice iar, pe de altă parte, de percepția de risc a investitorilor privind economia națională și piața financiară locală. Din această perspectivă, reducerea deficitului extern ar conduce la diminuarea presiunilor în sensul deprecierei leului, iar evoluția deficitului extern depinde de mai mulți factori, inclusiv de politica guvernamentală.

Preluarea integrală de către Banca Națională a gestionării cererii agregate (pentru a diminua cererea excedentară) și a stopării deteriorării poziției externe a economiei presupune utilizarea mai intensă a instrumentelor de politică monetară, ceea ce ar implica o majorare mai accentuată a ratei dobânzii. Folosirea în acest scop a unor instrumente macro-prudențiale de restrângere a cererii prin comprimarea creditului, sugerată în scrisoarea dumneavoastră, nu este suficientă, deoarece excedentul de cerere nu este generat de expansiunea creditului, și, prin urmare, nu poate substitui cu eficiență politica monetară și cea fiscal-bugetară.

În contextul dat, recurgerea de către banca centrală la o eventuală intervenție asupra cursului de schimb în sens opus evoluției fundamentelor economiei, nu numai că s-ar dovedi nesustenabilă și ar duce la pierderea inutilă de rezerve valutare, dar ar afecta și credibilitatea băncii centrale, cu implicații asupra costurilor readucerii sub control a inflației.

Alternativa la aceste scenarii o constituie conlucrarea eficientă între Guvern și banca centrală, potrivit competențelor fiecăreia, așa cum s-a realizat, în mod benefic, în repetate rânduri în trecut. Evaluările recente ale FMI, Comisiei Europene și agențiilor de rating confirmă oportunitatea măsurilor de politică monetară ale BNR și rolul acestora în îmbunătățirea mixului de politici economice.

\*

\*

\*

În scrisoarea dumneavoastră faceți referire la politica monetară a băncilor centrale din Republica Cehă, Polonia și Ungaria, care până în prezent au menținut neschimbate dobânzile de referință sau le-au crescut marginal. Situația din România diferă însă față de cea din țările menționate. Vom menționa în continuare două diferențe majore.

### *Prima diferență.*

În statele citate, rata anuală a inflației se află în interiorul intervalul țintit (în principal datorită unor politici bugetare prudente), spre deosebire de România, unde rata anuală a inflației a depășit în luna ianuarie intervalul de variație asociat țintei BNR, cu riscul de a se menține la nivel înalt. Astfel, în anul 2017, rata inflației în Cehia a fost de 2,6 la sută față de o țintă de inflație de 2 la sută  $\pm 1$  punct procentual, în Polonia inflația a fost de 2,2 la sută față de o țintă de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, iar în Ungaria inflația a fost de 2,5 la sută față de o țintă de 3 la sută  $\pm 1$  punct procentual, situație care se menține și în prezent, fără schimbări în primele luni ale acestui an.

### *A doua diferență.*

În aceste state se manifestă presiuni de apreciere a monedelor naționale, spre deosebire de România unde, pe fondul unei creșteri semnificative a deficitului de cont curent, există presiuni de depreciere. Coroana cehă s-a apreciat în 2017 cu 5,8 la sută față de euro, zlotul polonez s-a apreciat cu 5,6 la sută, iar forintul a fost stabil. Această evoluție a cursurilor valutare este strâns legată de situația din 2017 a balanțelor de plăți externe, toate cele trei țări înregistrând surplusuri de cont curent: 1,3 la sută din PIB în Republica Cehă, 3,6 la sută în Ungaria, și 0,1 la sută în Polonia. România a avut în 2017 un deficit de cont curent de 3,4 la sută din PIB, cu tendință clară de adâncire. Deficitele externe sunt corelate cu mărimea deficitului bugetar (date preliminare pentru 2017): 2,8 la sută din PIB în România; 1,3 la sută din PIB în Polonia; 2 la sută din PIB în Ungaria. Republica Cehă a avut în 2017 un excedent bugetar de peste 1 la sută din PIB, ceea ce explică poziția solidă a coroanei cehe.

Concluzia ce se desprinde din aceste cifre: menținerea inflației din Republica Cehă, Polonia și Ungaria în limitele țintite și existența unor presiuni pentru aprecierea monedelor celor trei țări au fost condițiile concrete care au permis băncilor centrale din țările respective să lase ratele dobânzii de politică monetară neschimbate sau să le modifice foarte puțin. La acest rezultat au contribuit, în bună măsură și politicile guvernamentale (fiscal-bugetară, salarială, de reforme structurale), care nu au adâncit dezechilibrele din economie (rata inflației, deficitul de cont curent, deficitul bugetar).



Documentele publice ale Băncii Naționale a României, la fel ca și documentele publice ale altor bănci centrale din UE, identifică și semnalează riscuri la adresa echilibrilor din economie. Semnalarea acestora nu echivalează cu exprimarea unor suspiciuni privind politica guvernului. De exemplu, semnalarea riscului unui deficit excesiv nu pune la îndoială încadrarea execuției bugetare din acest an în deficitul programat de 3 la sută din PIB, ci are în vedere potențiala nevoie a recurgerii la noi măsuri pentru respectarea țintei de deficit bugetar. Menționarea acestui risc este justificată de experiența ultimului an, în care s-au dezbătut și s-au adoptat măsuri de încadrare în deficitul bugetar programat.

Consiliul de Administrație nu poate face abstracție în analizele sale de problemele existente pe agenda publică. Faptul că au fost menționate riscuri în minutele privind dezbaterile din CA/BNR certifică analiza responsabilă, profesională și aprofundată a problemelor complexe cu care se confruntă guvernul.

Referiri la riscurile asociate conduitei politicii fiscale se regăsesc și în documentele de politică monetară ale altor bănci centrale, inclusiv din regiune, exemple relevante fiind: (i) în cazul Băncii Cehiei, Minuta ședinței din 27 septembrie 2006 în care se menționează “deteriorarea perspectivei pe termen lung a finanțelor publice”; (ii) în cazul Băncii Poloniei, Minuta ședinței din 27 iunie 2007, în care se discută situația finanțelor publice, invocându-se printre altele, pe de o parte, caracterul expansionist al politicii fiscale în condițiile creșterii presiunilor inflaționiste, de natură să conducă la un mix de politici defavorabil din perspectiva creșterii economice pe termen lung și, pe de altă parte, situația favorabilă a execuției bugetare și incertitudinile privind potențiale măsuri privind salarizarea în sectorul public; (iii) în cazul Băncii Ungariei, Minuta ședinței din 19 iunie 2006, unde sunt trecute în revistă măsurile bugetare adoptate la acel moment, fiind evidențiate posibilele lor efecte, precum și gradul ridicat de incertitudine ce le era asociat.

Faptul că în documentele băncilor centrale respective din ultimii ani astfel de menționări sunt tot mai rare se datorează consolidării bugetare și caracterului prudent al politicii fiscale în aceste state. De exemplu, între 2014 și 2017, deficitul bugetar consolidat (metodologie ESA2010) a scăzut de la 3,6 la sută din PIB la 1,3 la sută din PIB în Polonia, de la 2,7 la sută din



PIB la 2 la sută din PIB în Ungaria, respectiv de la 1,9 la sută din PIB la un surplus de peste 1 la sută din PIB în Republica Cehă. În schimb, deficitul bugetar al României a crescut de la 0,8 la sută în 2015 la 3,0 la sută în 2016 și (posibil) 2,8 la sută în 2017.

\*

\*

\*

Problema ridicată de dumneavoastră privind tipul de indicator utilizat pentru evaluarea inflației, deși preponderent tehnică, poate genera anumite implicații privind politicile economice. BNR a optat pentru folosirea ratei anuale a inflației, definită ca variație a prețurilor de consum (IPC) din luna curentă față de luna corespunzătoare a anului anterior. Acest indicator permite o observare continuă a inflației în raport cu ținta. O altă formă de exprimare a inflației se referă la rata medie anuală, definită ca raport între indicii medii cu bază fixă din anul curent și indicii medii IPC cu aceeași bază fixă a anului anterior.

Distincția dintre cele două măsuri ale inflației nu este foarte relevantă pe termen mediu, mai ales în condițiile unei ținte de inflație staționare multianuale. Tendința este aceeași în ambele variante, chiar dacă media anuală are un caracter inerțial mai pronunțat (un șoc petrecut la un anumit moment afectează rata anuală timp de 12 luni, dar contribuie la rata medie anuală, în diferite proporții, 24 de luni).

Concret, rata medie anuală a inflației este în prezent inferioară ratei anuale (din cauza efectelor de reportare din anul precedent), însă raportul dintre cele două măsuri se va inversa pe parcursul anului 2018; în partea a doua a anului curent media anuală va fi mai mare decât rata anuală. În acest sens este de remarcat că nu doar BNR (în termeni de IPC), ci și Comisia Europeană (în termeni de Indice Armonizat de Prețuri de Consum, IAPC) anticipează pentru 2018 o medie anuală de peste 4 la sută, în afara intervalului țintei de inflație (2,5 la sută  $\pm$  1 punct procentual). Incorporând măsurile de politică monetară pe care le-am luat în ianuarie și februarie a.c., prognoza noastră de rată anuală la finele anului 2018 este de 3,5 la sută (acest indice se „mișcă” mai repede în ambele sensuri), dar rata medie anuală se va situa probabil la peste 4 la sută.

O consecință pentru politicile economice este următoarea: din punct de vedere analitic, rata anuală a inflației prezintă avantajul de a reflecta în mai mare măsură evoluțiile curente în comparație cu rata medie anuală, dar aceasta din urmă este un indicator adecvat pentru evaluarea

trendului de convergență, deoarece surprinde mai bine caracterul de sustenabilitate urmărit de criteriul de la Maastricht.

Așa cum corect semnalati în scrisoarea dumneavoastră, traiectoria ratei anuale a inflației anticipată pentru anul 2018 este, într-adevăr, marcată de manifestarea efectelor de bază asociate modificărilor operate în cursul anului 2017 la nivelul impozitelor indirecte și al unor taxe nefiscale. Pentru extragerea semnalului corect din această serie, nu dinamicile anuale aferente anului 2018 ar trebui ajustate, ci cele aferente anului 2017. Fenomenul inflaționist este corect reflectat de ratele anuale din anul 2018, dar nu și de cele din 2017, care sunt coborâte brusc de efectele măsurilor de politică fiscală și de natură administrativă menționate. De exemplu, reducerea TVA începând cu ianuarie 2017 a redus instantaneu nivelul inflației pentru 12 luni, așa cum a făcut-o în toți anii în care s-a aplicat o astfel de măsură.

O interpretare adecvată a evoluției inflației poate fi realizată doar pe baza seriei calculate la taxe constante, care indică dinamici anuale mai ridicate decât cele publicate de INS în anul 2017, dar similare în 2018. Fragmentarea analizei în perioade mai reduse de timp din cadrul anului nu reprezintă o soluție; analiza macroeconomică se desfășoară, în mod obișnuit, în termeni anuali (cu avantajul eliminării influențelor sezoniere) sau anualizați (pentru a asigura comparabilitatea cu valorile anuale), iar fragmentarea poate conduce la concluzii eronate. Astfel, inflația cumulată de 1,3 la sută din trimestrul I 2018 nu mai este deloc benignă, în termeni anualizați, devenind 5,3 la sută.

Scrisoarea dumneavoastră mai analizează în paralel rata anuală a inflației IPC (publicată de INS și utilizată cu precădere de BNR) cu cea pe baza IAPC (publicată de Eurostat, dar calculată tot de INS). Referitor la această comparație, trebuie menționat faptul că la nivelul mai scăzut înregistrat în prezent de cel de-al doilea indicator contribuie și diferențele existente între IPC și IAPC din punct de vedere al structurii coșului de consum. INS nu a armonizat schemele de ponderare ale celor doi indici pentru că a considerat că varianta națională (IPC), bazată exclusiv pe bugetele de familie, surprinde mai bine comportamentul consumatorilor cu venituri mici, având un grad mai mare de reprezentativitate internă, altfel spus reflectând situația unui segment mai mare al populației. Prin urmare, ceea ce resimte cetățeanul obișnuit este mai curând inflația IPC, acesta fiind de altfel și indicatorul în funcție de care este stabilită ținta BNR și pe care se bazează analizele și prognozele băncii centrale.

Schimbarea referinței de la IPC la IAPC nu ar aduce în prezent un plus de eficiență în decizii, raportul dintre cei doi indicatori nefiind constant în timp – IPC a fost inferior IAPC în perioada 2014-2016 și superior acestuia în 2012 și 2017. În viitor, schimbarea referinței înspre utilizarea IAPC poate fi avută în vedere după o consultare a factorilor competenți și pe măsură ce ne apropiem de zona euro.

\*

\*

\*

Un aspect important, ridicat în scrisoarea dumneavoastră, care ne preocupă și pe noi, este legat de măsurarea excedentului de cerere (cererea excedentară) peste potențialul economiei, adică a sursei principale a inflației de fond pe care o combatem prin instrumentele politicii monetare.

Având în vedere responsabilitatea BNR privind asigurarea stabilității prețurilor, precum și faptul că excedentul de cerere este o mărime neobservabilă, considerăm ca fiind justificată o abordare mai prudentă a acestui parametru din partea instituției noastre, deoarece atunci când se manifestă efectele excedentului, prin inflație și deficit extern, este prea târziu pentru o acțiune eficientă a autorității monetare și se impune aplicarea de corecții dureroase în economie și societate.

Creșterea economică din anul 2017 a accelerat semnificativ comparativ cu anul 2016, până în jurul valorii de 7 la sută, având ca principal motor pe partea cererii consumul privat. Excedentul de cerere (calculat ca diferență între PIB efectiv, publicat de INS și PIB potențial, estimat econometric) este evaluat, potrivit proiecției publicate în Raportul asupra inflației din luna februarie 2018, a se poziționa în jurul valorii de 2,9 la sută în 2017, comparativ cu valoarea neutră înregistrată în anul 2016.

Deviația PIB efectiv de la nivelul său potențial (excedentul/deficitul de cerere) reprezintă o sursă semnificativă a presiunilor inflaționiste existente în economie având ca origine cererea internă. Implicit, aceasta se adaugă efectelor provenite din surse de pe partea ofertei (din mediul extern și intern, din partea prețurilor administrate etc.), precum și a anticipațiilor inflaționiste. Altfel spus, excedentul de cerere reprezintă doar unul dintre indicatorii luați în calcul pentru evaluarea presiunilor inflaționiste din economie, dar este un factor fundamental și controlabil prin instrumentele politicilor economice. De aici și importanța unei evaluări cât mai bune a acestui indicator, lucru subliniat în scrisoarea dumneavoastră și împărtășit de noi.

Așa cum este cazul altor bănci centrale ale economiilor din regiune (Republica Cehă, Polonia, Ungaria), evaluările deviației PIB și a PIB potențial de către Comisia Europeană (CE) prin metoda funcției de producție sunt diferite de cele rezultate din modelele respectivelor bănci centrale (inferioare în cazul Poloniei și Ungariei, superioare în cazul Republicii Cehe). România nu este o excepție, un caz singular. În cazul României, diferențele dintre ultimele evaluări ale BNR și CE reflectă mai mulți factori, pe care îi prezentăm în continuare.

*Informațiile mai recente folosite în ultima evaluare a BNR relativ la evaluarea CE.* Cea mai recentă proiecție a BNR (februarie 2018) ia în calcul o rată de creștere a PIB real pentru 2017 de aproximativ 7 la sută, inclusiv pe baza datelor PIB aferente trimestrului III 2017. Ultima prognoză a CE care a condus și la evaluarea excedentului de cerere (0,7 la sută pentru 2017 în noiembrie 2017), avea la bază o creștere economică estimată pentru 2017 de 5,7 la sută pe baza datelor PIB aferente doar primelor două trimestre din 2017. Altfel spus, evaluarea de primăvară a CE va determina o majorare a excedentului de cerere estimat pentru 2017, cel mai probabil cu o valoare de 1,3 puncte procentuale.

*Frecvența diferită a datelor utilizate: anuală în cazul CE, trimestrială în cazul BNR.* Altfel spus, estimările CE prezintă o sensibilitate crescută a rezultatelor (de exemplu, în aplicarea filtrelor statistice) la adăugarea de noi observații. Modelele BNR se bazează pe serii de date trimestriale, ținând cont de necesitățile informaționale implicate de adoptarea deciziilor de politică monetară.

*Adaptarea modelelor, inclusiv a metodologiei funcției de producție, aplicate de BNR la o serie de aspecte specifice economiei românești.* CE aplică aceleași ponderi ale factorilor în funcția de producție pentru toate statele (i.e. 65% pentru muncă, 35% pentru capital). Pentru România această înseamnă o supraestimare a contribuției factorului muncă, în condițiile în care, conform datelor PIB pentru România, calculat prin metoda veniturilor, ajustate cu contribuția angajaților pe cont propriu rezultă o proporție semnificativ mai redusă (aproximativ 50%).

*Un set mai mare de determinanți folosiți în estimarea excesului de cerere în cadrul modelelor BNR relativ la evaluarea CE.* Metoda CE presupune recuperarea deviației PIB ca reziduu, odată ce sunt formulate proiecțiile pentru nivelul PIB real și cel potențial. În abordarea BNR, deviația PIB încorporează informație suplimentară, aferentă întregului set de determinanți incluși în modelele utilizate (variabile aferente sectorului financiar, celui fiscal, celui extern, rata inflației etc.).

*Influența politicilor economice în cadrul modelelor (semi)structurale folosite în cadrul BNR,* în timp ce în cadrul metodologiei CE acestea nu sunt modelate.

Indiferent de nivelul excedentului de cerere, simpla existență a acestuia reclamă un management macroeconomic prudent, care să se bazeze pe politici anti-ciclice. În caz contrar, având în vedere comportamentul în mod natural ciclic al sectorului privat, adăugarea la acesta a unor politici pro-ciclice din partea autorităților publice nu face altceva decât să adâncească dezechilibrele și să crească probabilitatea unei ajustări forțate și dureroase a economiei, așa cum s-a întâmplat în perioada 2009-2011.

În acest context, măsurile luate de Banca Națională a României au avut ca obiectiv minimizarea riscurilor unei eventuale ajustări forțate când ciclul economic va intra pe panta negativă. Dacă banca centrală nu ar adopta nici un fel de măsuri și ar asista pasivă la acumularea riscurilor, în afară de faptul că ar încălca mandatul său legal, atitudinea ei ar spori riscul unei ajustări abrupte, operate de forțele pieței, cu impact sever asupra economiei.

Consecvent în respectarea principiului transparenței, Consiliul de Administrație al BNR reiterează cu acest prilej disponibilitatea sa la dialog, în scopul asigurării unui mix credibil și eficient al politicilor economice, de natură să mențină stabilitatea macroeconomică a țării și să genereze creșterea standardului de viață al cetățenilor.

Cu considerație,

*Muguricăescu*

