

DIFICILA SARCINĂ A ÎMBLÂNZIRII INFLAȚIEI

Mihai Copaciu

Expert principal, BNR, Direcția Modelare și Prognoze Macroeconomice

Începând cu luna august 2005, BNR a adoptat o nouă strategie de politică monetară: țintirea inflației. În cei 11 ani de implementare aceasta a vizat consolidarea procesului dezinflaționist, obiectivul fiind de a asigura stabilitatea prețurilor pe termen mediu. În contextul unor păreri care pun la îndoială eficacitatea acestei strategii, analiza și datele prezentate aici aduc, o dată în plus față de rapoartele și analizele publicate cu caracter regulat de BNR, o serie de clarificări privind implementarea strategiei și rezultatele acesteia.

Adoptarea strategiei de țintire a inflației a susținut procesul dezinflaționist în România. Rata anuală a inflației IPC (decembrie/decembrie), a înregistrat în perioada implementării regimului de țintire a inflației un nivel mediu de 4,4%, semnificativ mai redus decât valoarea similară pentru perioada 1995-2004, respectiv 40,3%.

În condițiile unui coș de consum al gospodăriilor cu caracteristici specifice economiilor emergente, ce expun inflația la o variabilitate mai ridicată, în cei 11 ani de strategie de țintire a inflației, rata anuală a inflației IPC, calculată pentru sfârșitul anului, s-a încadrat în ținta de inflație¹ de 3 ori, în 6 ani situându-se peste aceasta, iar în 2 ani sub aceasta.

Adoptarea unor ținte exprimate în funcție de ratele inflației CORE1, CORE2, CORE2 ajustat (indicatori care exclud acele categorii de bunuri ale căror prețuri nu sunt influențate de deciziile de politică monetară și/sau care sunt supuse excesiv unor șocuri de natura ofertei) nu ar fi modificat substanțial numărul de ani în care inflația s-ar fi situat în intervalul asociat țintei (2, 4, respectiv 3 ori). Există însă câteva aspecte care trebuie menționate:

- Mediile ratelor inflațiilor CORE1, CORE2, CORE2 ajustat pentru perioada analizată sunt inferioare valorii de 4,4% aferentă ratei anuale a inflației IPC, respectiv 3,8%, 3,6%, 2,6%.*
- Pentru fiecare din sub-indicii prezentați se poate observa în Tabelul 2 că raportul dintre numărul de ani în care rata inflației aferentă fiecăruia s-a situat deasupra, respectiv sub, intervalul de variației din jurul țintei centrale este mult mai echilibrat. Mai mult, în cazul indicelui CORE2 ajustat, din cei 8 ani în care acesta s-a situat în afara intervalului, în doar 2 ani ar fi fost peste limita superioară, iar în 6 ani sub limita inferioară.*

Astfel, se poate observa că șocurile de natura ofertei care au afectat evoluția prețurilor componentelor excluse din calculul acestor indici (ex. administrate, combustibili, tutun) au favorizat rate ale inflației IPC mai ridicate (și situate de obicei peste limita maximă a intervalului asociat țintei).

Deficitele bugetare, exprimate ca pondere în PIB nominal, au fost în perioada regimului de țintire a inflației în medie mai ridicate cu 0,7 p.p decât în perioada 1995-2004 (3,7% versus 3,0%), având și o

¹ Definită ca valoare centrală și interval de variație de +/-1 punct procentual în jurul acesteia.

variabilitate (relativă) mai ridicată. Altfel spus, adoptarea strategiei de țintire a inflației nu a fost însoțită de o responsabilizare suplimentară la nivelul autorității fiscale.

Rata anuală a inflației IAPC la impozite constante(decembrie/decembrie) a înregistrat în perioada 2005-2015 o valoare medie de 3,6%. Altfel spus, contribuția medie a impozitelor indirecte la rata anuală a inflației a fost de +0.8 p.p. În plus, din cei 7 ani când inflația s-ar fi aflat în afara intervalului țintit, la impozite constante, raportul peste/sub ar fi fost mai echilibrat (respectiv de 3/4), iar magnitudinea medie a abaterilor ar fi fost substanțial redusă.

Adoptarea strategiei de țintire a inflației. Rata inflației a scăzut substanțial

Pentru a avea o idee despre beneficiile induse de adoptarea strategiei de țintire a inflației este ilustrativ a compara evoluția inflației și a altor câtorva indicatori pentru două intervale diferite de timp: perioada în care strategia de politică monetară a fost cea de țintire a inflației (începând cu august 2005 până în 2015), respectiv perioada 1995-2004, în care strategia de politică monetară a fost de jure cea de țintire a agregatelor monetare, asociată pentru o perioadă cu un regim de flotare puternic administrată a cursului de schimb al leului. Rezultatele sunt prezentate în tabelul 1².

Tabelul 1						
	1995-2004			2005-2015		
	<i>Medie</i>	<i>Abatere std.</i>	<i>Abatere std. relativă*</i>	<i>Medie</i>	<i>Abatere std.</i>	<i>Abatere std. relativă*</i>
<i>Rata anuală a inflației IPC, dec./dec. (%)**</i>	40,29	40,93	1,02	4,38	3,00	0,68
<i>ROBOR 3 luni*** (nivel, %)</i>	55,32	34,26	0,62	7,02	3,86	0,55
<i>RON/EUR*** (nivel)</i>	1,96	1,32	0,67	4,06	0,41	0,10
<i>Creștere PIB (%)**</i>	2,54	4,26	1,67	2,79	4,44	1,60
<i>Deficit bugetar (ESA)**** (% din PIB)</i>	3,0	1,30	0,44	3,7	2,85	0,78
*calculată ca raport între abaterea standard și valoarea absolută a mediei.						
** calculată ca medie (geometrică) a ratelor anuale pentru perioadele 1996-2004, respectiv 2005-2015.						
*** calculate folosind date cu frecvență lunară. În cazul ROBOR 3 luni perioada de calcul este 1995.08-2004.12, respectiv 2005.01-2015.12. În cazul cursului de schimb, paritatea RON/ECU a fost folosită pentru perioada anterioară introducerii EURO.						
**** calculată ca medie (aritmetică) a deficitelor anuale.						
Sursa: INS, BNR, Eurostat (pt. deficit bugetar ESA) și calcule proprii.						

² Este evident ca o multitudine de alți factori au contribuit de asemenea la evoluția variabilelor prezentate în cele două perioade de timp menționate. Prezentul articol nu atribuie în totalitate evoluțiile înregistrate doar strategiei de politică monetară existentă într-o anumită perioadă, deși o analiză empirică care ar investiga pe larg determinanții variabilelor menționate și ar controla inclusiv pentru strategia de politică monetară ar reflecta, cel puțin în cazul ratei inflației, un impact pozitiv al adoptării strategiei de țintire a inflației.

Rata anuală a inflației IPC (decembrie/decembrie), a înregistrat în perioada regimului de țintire a inflației un nivel mediu de 4,4%, semnificativ mai redus decât valoarea similară pentru perioada 1995-2004, respectiv 40,3%. În plus, volatilitatea ratei inflației (relativă, normalizată cu media) a fost substanțial mai redusă în perioada în care strategia de politică monetară a fost cea de țintire a inflației.

Implicit, **ratele medii ale dobânzilor de pe piața interbancară**, exemplificate aici prin rata ROBOR la 3 luni, **au înregistrat valori medii substanțial mai reduse odată cu adoptarea strategiei de țintire a inflației**, respectiv 6,5% în perioada 2005-2015, comparativ cu 48,7% în deceniul anterior. În ceea ce privește volatilitatea (relativă, normalizată cu media), aceasta a fost marginal mai redusă odată cu adoptarea regimului de țintire a inflației.

În perioada regimului de țintire a inflației, s-a înregistrat o variabilitate (relativă, normalizată cu media) mai redusă a nivelului cursului de schimb RON/EUR³. Deprecierea medie lunară a monedei naționale a fost de 2,4% în perioada 1995-2004, respectiv 0,1% în perioada 2005-2015⁴.

Creșterea economică medie a fost de 2,8% pe an în perioada 2005-2015, cu aproximativ 0,3 p.p. superioară celei înregistrate în perioada 1995-2004. Variabilitatea medie a acesteia a fost marginal mai redusă în perioada în care strategia de politică monetară a fost cea de țintire a inflației.

Nu în ultimul rând, conduita politicii fiscale poate influența modul în care politica monetară este implementată și viceversa. Rezultatul implementării politicii fiscale poate fi sintetizat prin evoluția deficitului bugetar. În perioada în care autoritatea monetară a beneficiat de independență sporită, **deficitele bugetare, exprimate ca pondere în PIB nominal, au fost în medie mai ridicate cu 0,7 p.p decât în perioada 1995-2004 (3,7% versus 3,0%), având și o variabilitate (relativă) mai ridicată. Altfel spus, adoptarea strategiei de țintire a inflației nu a fost însoțită de o responsabilizare suplimentară la nivelul autorității fiscale.**

Problema alegerii țintelor. Relevanța șocurilor de natura ofertei

Strategia de politică monetară de țintire a inflației a fost adoptată începând cu august 2005, odată cu îndeplinirea unor cerințe la nivel legislativ și al cadrului macroeconomic, precum și finalizarea unui cadru de analiză și decizii specifice acesteia⁵. Informații detaliate privind procesul de adoptare a acestei strategii, precum și implementarea acesteia până la momentul curent sunt disponibile pe site-ul BNR, în secțiunea *Politica monetară*⁶.

³ Intuitiv, într-un mediu caracterizat de mobilitatea capitalului și politică monetară independentă, este de așteptat ca volatilitatea cursului de schimb să fie mai ridicată. Evidența empirică însă este cel puțin mixtă. Pontines (2011) oferă evidențe potrivit cărora volatilitatea cursului de schimb (atât nominal cât și real) este mai redusă în economiile care implementează strategia de țintire a inflației relativ la cele care adoptă alt tip de strategie (http://www.seacen.org/GUI/pdf/publications/staff_paper/2011/staffpaper84.pdf).

⁴ Calculată ca medie geometrică.

⁵ <http://www.bnr.ro/Tintirea-directa-a-inflatiei-711.aspx>

⁶ <http://www.bnr.ro/Politica-monetara-2.aspx>

La momentul adoptării strategiei, a fost preferată, în linie cu practica băncilor centrale din majoritatea țărilor care adoptaseră un astfel de regim, “exprimarea țintei de inflație în termenii *headline inflation* (indicele prețurilor de consum), având în vedere familiaritatea publicului cu acest indicator și nevoia de a asigura transparența și credibilitatea deciziilor de politică monetară”⁷. În plus, aceasta este stabilită ca punct central încadrat de un interval de variație de +/-1 punct procentual. Aceasta decizie a fost adoptată în condițiile unui **coș de consum al gospodăriilor cu caracteristici specifice economiilor emergente, ce expun inflația la o variabilitate mai ridicată**⁸:

- Ponderea cea mai ridicată din cadrul UE a categoriei „alimente procesate excluzând tutunul și băuturile alcoolice”, respectiv 18,7%, media la nivelul UE28 fiind de 8,3%;
- Ponderea cea mai ridicată din cadrul UE a categoriei „alimente neprocesate”, respectiv 16,1%, media la nivelul UE28 fiind de 7,3%;
- A doua cea mai ridicată pondere din cadrul UE (după Slovacia), a categoriei „energie”, respectiv 15,9%, media la nivelul UE28 fiind de 10,3%;
- Ponderea cea mai scăzută la nivelul UE a categoriei „servicii”, respectiv 19,5%, media la nivelul UE28 fiind de 40,9%;
- A doua cea mai ridicată pondere din UE (după Slovacia) a categoriei „bunuri cu prețuri administrate”, respectiv 19,6%.

Astfel, probabilitatea ca rata inflației să se abată de la țintă era din start mai ridicată, principala provocare fiind aceea de a explica publicului că autoritatea monetară este interesată de evoluția prețurilor pentru întregul coș de consum al acestuia, însă prin instrumentele disponibile poate influența, și în acel caz indirect, doar evoluția prețurilor pentru aproximativ 60% din acesta. Similar cu alte bănci centrale, odată cu adoptarea strategiei de țintire a inflației, au fost definite un “set restrâns de circumstanțe (“circumstanțe excepționale”), independente de influența politicii monetare, care condiționează responsabilitatea BNR pentru atingerea țintei de inflație”, acestea nefiind însă invocate ca atare în perioada analizată⁹.

O alternativă ar fi fost reprezentată de exprimarea țintei de inflație folosind o serie de indici care exclud o parte dintre bunurile incluse în coșul de consum al gospodăriilor (ex. CORE1, CORE2, CORE2 ajustat¹⁰), respectiv acele categorii de bunuri ale căror prețuri nu sunt influențate de deciziile de politică monetară și/sau care sunt supuse excesiv unor șocuri de natura ofertei. Principala provocare pentru autoritatea monetară ar fi fost aceea de a explica publicului că țintește doar aproximativ 60% (dacă măsura aleasă ar fi fost CORE2 ajustat, a se vedea tabelul 2) din coșul lui de consum.

În cei 11 ani în care strategia de politică monetară a fost cea de țintire a inflației, rata anuală a inflației IPC, calculată pentru sfârșitul anului, s-a încadrat în ținta de inflație de 3 ori, în 6 ani situându-se peste

⁷ <http://www.bnr.ro/Caracteristicile-strategiei-de-tintire-directa-a-inflatiei---3324.aspx>

⁸ Pentru comparabilitate, referirile sunt la coșul care stă la baza construcției indicelui armonizat al prețurilor de consum (HICP), valori medii pentru perioada 2005-2015. Sursa datelor: Eurostat și calcule proprii.

⁹ Clauzele de exonerare sunt detaliate aici: <http://www.bnr.ro/Clauze-de-exonerare-3372.aspx>.

¹⁰ Măsurile ale inflației care exclud succesiv dinamica prețurilor administrate, a celor volatile (alimentare și ale combustibililor) și a băuturilor alcoolice și produselor din tutun.

aceasta, iar în 2 ani sub aceasta. Analize detaliate privind cauzele care au determinat situarea ratei inflației înafara intervalului de variație din jurul țintei centrale sunt disponibile în rapoartele trimestriale asupra inflației și în Caietul de studii 25/2009¹¹.

Presupunând adoptarea aceluiași valori numerice pentru țintele de inflație pentru intervalul analizat, se observă că **adoptarea unor ținte exprimate în funcție de ratele inflației CORE1, CORE2, CORE2 ajustat nu ar fi modificat substanțial numărul de ani în care inflația s-ar fi situat în intervalul asociat țintei (2, 4, respectiv 3 ori)**. Există însă câteva aspecte care trebuie menționate:

- **Mediile ratelor inflațiilor CORE1, CORE2, CORE2 ajustat pentru perioada analizată sunt inferioare valorii de 4,4% aferentă ratei anuale a inflației IPC, respectiv 3,8%, 3,6%, 2,6%.**
- Pentru fiecare din sub-indicii prezentați se poate observa că **raportul dintre numărul de ani în care rata inflației aferentă fiecăruia s-a situat deasupra, respectiv sub, intervalul de variație din jurul țintei centrale este mult mai echilibrat**. Mai mult, în cazul indicelui CORE2 ajustat, din cei 8 ani în care acesta s-a situat în afara intervalului, în doar 2 ani ar fi fost peste limita superioară, iar în 6 ani sub limita inferioară.

Astfel, se poate observa că **șocurile de natura ofertei care au afectat evoluția prețurilor componentelor excluse din calculul acestor indici (ex. administrate, combustibili, tutun) au favorizat rate ale inflației IPC mai ridicate (și situate de obicei peste limita maximă a intervalului asociat țintei)**.

Tabelul 2

	IPC	CORE1*	CORE2**	CORE2 ajustat***	Ținta - punct central	Interval	
2005	8.6	6.7	5.4	4.7	7.5	6.5	8.5
2006	4.9	3.0	4.5	2.8	5	4	6
2007	6.6	7.0	5.8	5.3	4	3	5
2008	6.3	5.9	6.7	6.2	3.8	2.8	4.8
2009	4.7	5.0	4.9	2.2	3.5	2.5	4.5
2010	8.0	7.8	6.2	4.1	3.5	2.5	4.5
2011	3.1	2.4	2.8	2.4	3	2	4
2012	5.0	4.7	3.5	3.3	3	2	4
2013	1.6	0.4	0.7	-0.2	2.5	1.5	3.5
2014	0.8	0.9	1.7	1.1	2.5	1.5	3.5
2015	-0.9	-1.9	-2.1	-3.1	2.5	1.5	3.5
În țintă	3	2	4	3			
Peste țintă (abatere medie)	6 (1.3)	5 (1.5)	4 (1.2)	2 (0.9)			
Sub țintă (abatere medie)	2 (-1.6)	4 (-1.5)	3 (-1.8)	6 (-1.7)			
Medie 2005-2015	4.4	3.8	3.6	2.6			
Medie ponderi în coș	100.0	80.8	66.4	60.1			
*Total IPC exclusiv produsele ale căror prețuri sunt reglementate.							
**Total IPC exclusiv legume, fructe, ouă, combustibili și produsele ale căror prețuri sunt reglementate.							
***Total IPC exclusiv legume, fructe, ouă, combustibili și produsele ale căror prețuri sunt reglementate, băuturi alcoolice și tutun.							
Sursa: INS, BNR și calcule proprii							

¹¹ Țintirea directă a inflației în România, Cristian Popa, Cezar Boțel, Dorina Antohi, Ioana Udrea, Tudor Grosu, Mihai Copaciu, Anca Gălățescu, Caiet de studii 25/2009, BNR.

Impozitele (indirecte) și inflația

Există o întreagă teorie legată de interacțiunea dintre politica monetară și cea fiscală și în ce măsură aceasta din urmă poate determina nivelul prețurilor dintr-o economie (engl. *fiscal theory of price level*). În plus, la fel de bine documentată este necesitatea unui răspuns al autorității monetare, care a adoptat o strategie de țintire a inflației, la diversele măsuri fiscale doar în măsura în care acestea produc în economie efecte de runda a doua substanțiale. Așa cum am arătat în prima parte, adoptarea strategiei de țintire a inflației nu a fost însoțită de un comportament mai disciplinat al autorității fiscale care s-ar fi reflectat în deficite bugetare mai reduse.

În această secțiune voi evidenția contribuția impozitelor indirecte (ex. TVA, accize) la evoluția ratei inflației în perioada 2005-2015. În acest sens, folosesc rata anuală a inflației IAPC în condiții de impozite indirecte constante (*HICP at constant tax rates*) furnizată de Eurostat¹².

Tabelul 3						
	IPC	IAPC	IAPC cu taxe constante			
				Țintă centrală	Interval	
2005	8.6	8.7	7.9	7.5	6.5	8.5
2006	4.9	4.9	3.6	5	4	6
2007	6.6	6.7	6.0	4	3	5
2008	6.3	6.4	5.5	3.8	2.8	4.8
2009	4.7	4.7	3.0	3.5	2.5	4.5
2010	8.0	7.9	2.2	3.5	2.5	4.5
2011	3.1	3.2	3.0	3	2	4
2012	5.0	4.6	4.5	3	2	4
2013	1.6	1.3	1.4	2.5	1.5	3.5
2014	0.8	1.0	0.3	2.5	1.5	3.5
2015	-0.9	-0.7	2.3	2.5	1.5	3.5
În țintă	3	2	4			
Peste țintă (abatere medie)	6 (1.3)	6 (1.5)	3 (0.7)			
Sub țintă (abatere medie)	2 (-1.6)	3 (-0.9)	4 (-0.5)			
Medie 2005-2015	4.4	4.4	3.6			
Sursa: INS, BNR, Eurostat și calcule proprii						

Pe baza datelor prezentate în tabelul 3, se poate observa că rata anuală a inflației IAPC la impozite constante (decembrie/decembrie) a înregistrat în perioada 2005-2015 o valoare medie de 3,6%. Altfel spus, contribuția medie a impozitelor indirecte la rata anuală a inflației a fost de +0.8 p.p. În plus, din

¹² Metodologia este prezentată aici: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/methodology/hicp-at-constant-tax-rates>. Implicit, aceasta măsură are la bază indicele HICP, dar după cum se poate observa în tabelul 3, diferența dintre ratele inflației calculate pe baza acestuia și cele calculate pe baza IPC nu sunt majore, valorile medii pentru perioada 2005-2015 fiind similare.

cei 7 ani când inflația s-ar fi aflat în afara intervalului țintit raportul peste/sub ar fi fost mai echilibrat (respectiv de 3/4), iar magnitudinea medie a abaterilor ar fi fost substanțial redusă.

Pentru a ilustra efectul modificării impozitelor indirecte asupra ratei inflației, următoarele exemple sunt ilustrative:

- În 2009, prețul tutunului a crescut cu 38,6% datorită majorării accizelor, contribuția la rata anuală a inflației fiind de 1,78 p.p. Rata anuală a inflației a fost de 4,7%, peste limita superioară a intervalului de variație (4,5%). Păstrarea constantă a accizelor pentru tutun în 2009 ar fi condus la o rată a inflației de 2,9%, situată în intervalul de variație.
- În 2010, în absența creșterilor de impozite s-ar fi consemnat o rată anuală a inflației de 2,2%, sub limita inferioară a intervalului de variație (2,5%). Rata *de facto* înregistrată a fost de 8%, creșterile de impozite indirecte având astfel o contribuție de 5,8 p.p, inflația situându-se substanțial peste limita superioară a intervalului (4,5%).
- În 2015, menținerea constantă a impozitelor indirecte ar fi generat o rată anuală a inflației de 2,3%, în interiorul intervalului de variație. *De facto*, a fost înregistrată deflație, respectiv -0,9%, reflectând o contribuție a impozitelor indirecte de 3,2 p.p.

Ar fi trebuit banca centrală să modifice substanțial rata dobânzii de politică monetară ca urmare a unor astfel de modificări doar pentru a readuce inflația în cadrul intervalului de variație asociat țintei centrale? Răspunsul este unul negativ.

Las la o parte exemplul tutunului care sper că este evident pentru toți (poate cu excepția celor denumiți de Mervyn King ca “inflation nutters”). În ceea ce privește eventuala reacție a politicii monetare la modificările de impozite indirecte (în special TVA) din 2010 și 2015, răspunsul merită detaliat¹³. Acest tip de șocuri produc efecte permanente asupra nivelului prețurilor lor bunurilor afectate de respectivele măsuri, și temporare asupra ratei inflației. **O modificare a ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care efectul șocului asupra ratei inflației se va fi disipat oricum după o anumită perioadă de timp, nu ar fi generat decât o volatilitate excesivă la nivelul economiei (ex. PIB, nivelul angajării, curs de schimb). E preferabil ca o astfel de volatilitate să fie evitată, chiar cu riscul neatingerii țintei de inflație, aici intervenind rolul clauzelor de exonerare.** Altfel spus, efectele de runda întâi ale unor astfel de șocuri sunt în general¹⁴ acomodate de autoritățile monetare. O eventuală reacție a acestora este necesară, doar în măsura în care astfel de șocuri generează efecte de runda a doua, respectiv alterează așteptările inflaționiste cu impact suplimentar asupra ratei de variație a prețurilor. În cazul României, s-a apreciat că măsurile prezentate nu au produs o dezancorare a așteptărilor inflaționiste pe termen mediu ale agenților economici.

Opiniile exprimate sunt strict personale, nu reflectă poziția oficială a Băncii Naționale a României și nu implică sau angajează în niciun fel această instituție.

¹³ O analiză dedicată este de altfel prezentă în Caseta 2 (*Relația dintre politica monetară și șocurile exogene asupra inflației*) din Raportul asupra inflației, mai 2016.

¹⁴ Afirmatia poate fi condiționată de poziția ciclică a economiei, acțiunea la un moment dat a altor șocuri cu impact asupra ratei inflației, gradul de ancorare al așteptărilor inflaționiste pe termen mediu.