

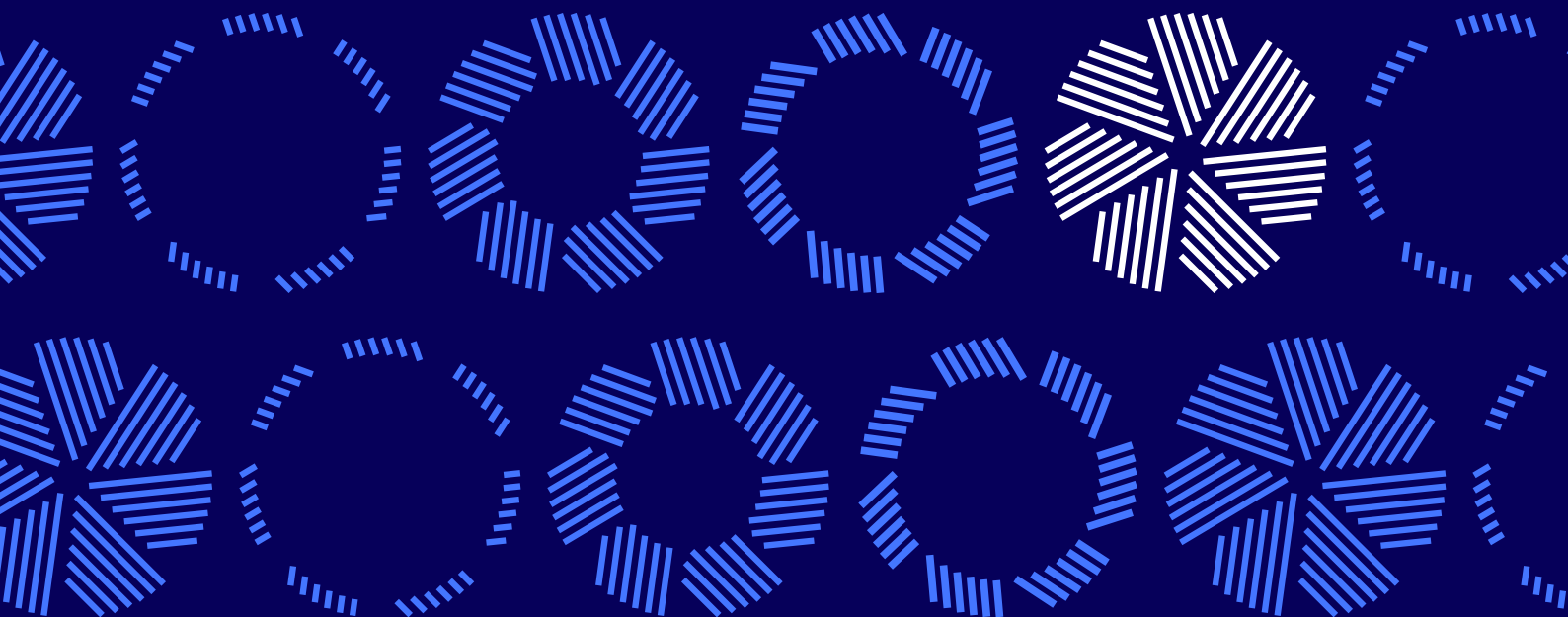


CFA Society  
Romania

25  
years

# ROBOR și IRCC

mecanisme, percepții și  
realități economice



# ROBOR și IRCC: mecanisme, percepții și realități economice

Asociația CFA România  
Mai 2026

## Scopul documentului:

În ultimii ani, creșterea generalizată a dobânzilor și, implicit, a costului de finanțare, atât pentru stat, cât și pentru populație, a reprezentat un element de preocupare, atât în mediul public, cât și în cel privat. Cauzele acestor evoluții sunt multiple.

Acesta este contextul în care considerăm că este nevoie de analize obiective. Astfel, acest document își propune să ofere o analiză clară și echilibrată a principalelor mecanisme care determină nivelul ratelor de dobândă din România. Este prezentat modul de determinare al indicatorilor ROBOR și IRCC, precum și rolul pe care indicatorul ROBOR îl are în mecanismul de transmitere a politicii monetare către economie.

Studiul a fost realizat în contextul dezbaterilor publice din ultimii ani privind costul creditării și evoluția dobânzilor, urmărind să contribuie la o mai bună înțelegere a relației dintre inflație, politica monetară, lichiditatea din piață, cursul de schimb și indicatorii de referință utilizați în contractele de credit.

Autorii abordează atât aspectele tehnice și instituționale privind funcționarea pieței monetare și mecanismul de fixing, cât și percepțiile publice asociate acestor indicatori. Studiul este un demers orientat către transparență, educație financiară și susținerea unui dialog bazat pe realități economice și bune practici de piață.

## Autori:

**Alexandra Smedoiu, CFA** – coordonator  
Vicepreședinte, Asociația CFA România

**Dragoș Cabat, CFA**  
Membru Consiliul Director, Asociația CFA România

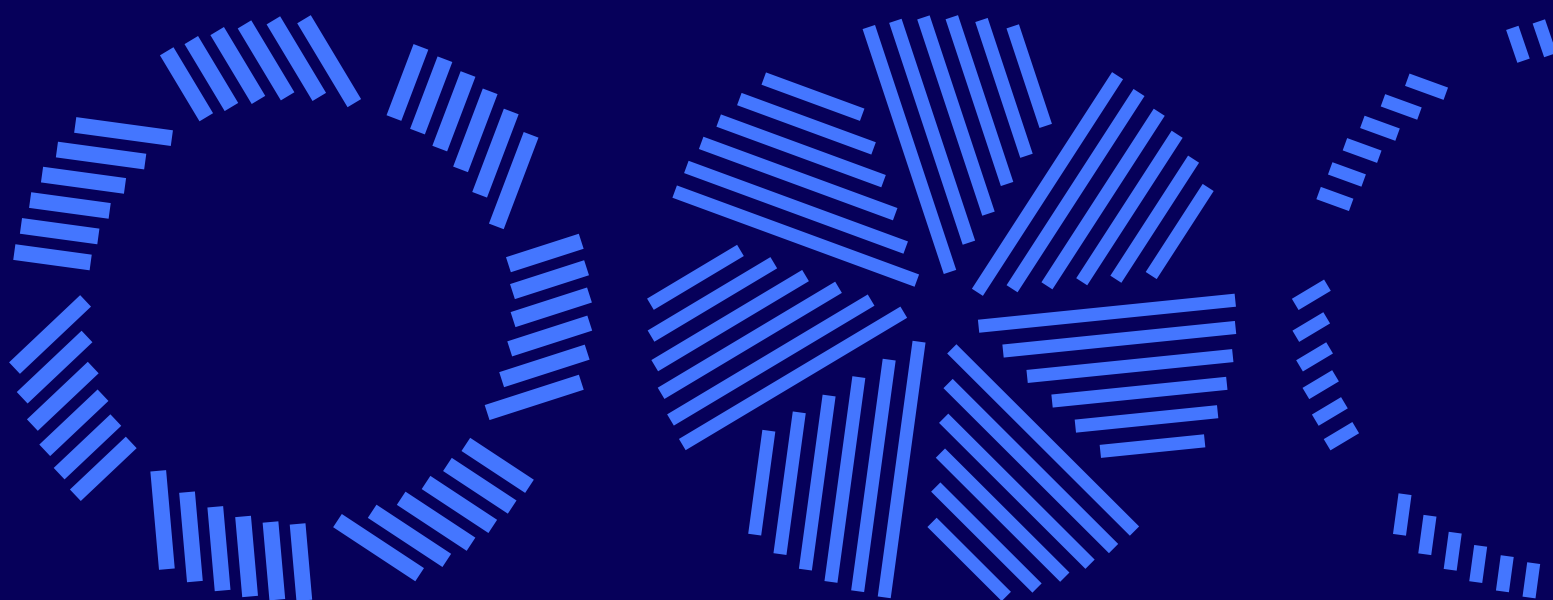
## Contributor:

**Florentina Almajanu**  
Director General, Asociația CFA România



# CUPRINS

|           |   |    |
|-----------|---|----|
| <b>01</b> | INTRODUCERE   | 1  |
| <b>02</b> | FACTORII CARE DETERMINĂ NIVELUL RATELOR DE DOBÂNDĂ                    | 2  |
| <b>03</b> | CE SUNT INDICII DE REFERINȚĂ ÎN DOMENIUL FINANCIAR ȘI LA CE FOLOSESC? | 6  |
| <b>04</b> | MECANISMUL DE FIXING – ELEMENTE TEHNICE ȘI ASPECTE DE ETICĂ           | 8  |
| <b>05</b> | ROLUL PIEȚEI MONETARE ÎN TRANSMISIA POLITICII MONETARE                | 10 |
| <b>06</b> | CURSUL DE SCHIMB ȘI IMPACTUL SĂU ASUPRA RATELE DE DOBÂNDĂ             | 17 |
| <b>07</b> | CONCLUZIE   | 24 |



# 01 INTRODUCERE

În societatea modernă, creditul a devenit un instrument financiar utilizat pe scară largă atât de companii, cât și de populație în general. Fie că vorbim de investiții, de capital de lucru, de credite ipotecare, credite de consum sau utilizarea cardului de credit, motivația accesării creditelor este aceea că consumatorii sau companiile doresc să acceseze bunuri și servicii în prezent, fără să aibă resursele financiare necesare pentru a le achiziționa. Așadar, cumpără aceste bunuri sau servicii folosind creditul.

În acest context, mecanismul de formare al ratei dobânzii prezintă un interes major pentru populație. **ROBOR** și **IRCC** sunt principalii indici de referință pe baza cărora se determină dobânzile la care companiile și, respectiv, persoanele fizice accesează credite de la instituțiile financiare.

În această lucrare ne vom referi la principalii factori care determină evoluția ratelor de dobândă ale pieței: anticipațiile privind inflația, evoluția economiei și a cursului de schimb al monedei naționale, nivelul inflației și politica monetară a Băncii Naționale a României (BNR), precum și factori interni și internaționali cu impact major (instabilitate politică, ratingul de țară al României, prețul energiei ca element determinant al inflației, calamități naturale, războaiele regionale etc.).

Vom explica apoi mecanismele de formare a indicilor de referință **ROBOR** și **IRCC**, aspectele tehnice și cele legale și etice privind controlul acestor mecanisme. În continuare, vom explora aspectele principale legate de politica monetară a BNR și modul de transmitere a acestora în stabilirea ratelor de dobândă din piață. Vom pune accent și pe legătura dintre evoluția cursului de schimb al leului față de euro, fluxurile de capital și nivelul dobânzilor.

În ultima parte, vom sintetiza concluziile acestui studiu în ceea ce privește evoluția indicilor de referință pentru formarea ratelor de dobândă și cauzele acestei evoluții.

*Autorii*

## 02 FACTORII CARE DETERMINĂ NIVELUL RATELOR DE DOBÂNDĂ

**ROBOR** și **IRCC** sunt rate de dobândă care se stabilesc pe piața interbancară. La sfârșitul fiecărei zile lucrătoare, situațiile financiare ale băncilor trebuie să fie echilibrate, adică activul să fie egal cu pasivul (ca, de altfel, pentru orice societate comercială). Băncile care dețin resurse (depozite de la clienți și capitaluri proprii) mai mari decât au putut împrumuta către clienți (companii private, persoane fizice sau statul român) plasează aceste resurse pe piața interbancară către acele bănci comerciale care au un deficit de lichiditate (care au acordat credite mai mari decât sursele de care dispun – capitaluri și depozite).

Dacă acest lucru nu este posibil, Banca Națională a României (BNR) acționează ca partener pentru orice bancă comercială și oferă sau absoarbe, după caz, sumele necesare băncilor comerciale care nu și-au găsit partener de tranzacționare.

Ca în orice tranzacție comercială, plasarea sau accesarea acestor resurse are un cost: dobânda.

### Ce este dobânda

La nivelul cel mai simplu, dobânda reflectă prețul timpului. Cine dă astăzi bani cu împrumut renunță la posibilitatea de a-i folosi acum și acceptă o promisiune (care se poate îndeplini sau nu) de a încasa suma împrumutată plus dobânda în viitor. Pentru a fi dispus să facă acest schimb, creditorul cere o compensație — dobânda nominală la credit, cea afișată în contract.

Conform analizei economice clasice, această compensație are trei componente:

- **Rata reală de dobândă** — recompensa pură pentru renunțarea la consumul prezent în favoarea consumului viitor. Ea reflectă preferința pentru prezent a creditorului și productivitatea capitalului în economie.
- **Prima de inflație** — compensația pentru pierderea puterii de cumpărare a banilor pe perioada împrumutului. Dacă inflația anticipată este de 5%, un creditor rațional va cere o dobândă nominală mai mare de 5%, pentru a obține și un câștig real, nu doar pentru a-și conserva puterea de cumpărare.
- **Prima de risc** — compensația pentru posibilitatea ca debitorul să nu ramburseze împrumutul, pentru cazul în care lichiditatea instrumentului este limitată sau pentru faptul că scadența este lungă și incertitudinea privind viitorul este mai mare.

Această descompunere, cunoscută în literatură sub forma ecuației Fisher (Irving Fisher, *The Theory of Interest*, 1930), poate fi exprimată astfel:

$$\text{rata nominală de dobândă} = \text{rata reală} + \text{inflația anticipată} + \text{prima de risc}$$

și reprezintă pilonul oricărei discuții despre dobânzi. Ea explică, de exemplu, de ce dobânzile la lei sunt sistematic mai mari decât cele la euro: pentru că inflația anticipată și prima de risc asociate leului sunt mai ridicate.

## Rolul anticipațiilor în stabilirea ratelor de dobândă

Ratele de dobândă pe care le observăm astăzi pe piață reflectă, în mare parte, ceea ce cred participanții la piață despre viitor. O obligațiune pe 10 ani nu plătește o dobândă bazată pe situația economică și condițiile de piață de astăzi; ea plătește o dobândă care încorporează scenariul mediu privind inflația, politica monetară și riscul în următorii zece ani.

Această perspectivă este formalizată în teoria anticipațiilor privind structura la termen a ratelor de dobândă (*expectations hypothesis*). Conform acesteia, o rată pe termen lung este, aproximativ, media ratelor pe termen scurt anticipate pentru perioada respectivă, plus o primă de risc pentru durată.

Curba randamentelor — graficul care arată dobânda în funcție de scadență — devine astfel un fel de „radiografie” a așteptărilor pieței. Când curba este normal ascendentă, piața anticipează creștere economică sănătoasă și inflație stabilă sau în ușoară creștere. Când se aplatizează sau devine inversată — adică dobânzile pe termen scurt depășesc pe cele pe termen lung — piața semnalează adesea o încetinire economică sau o relaxare monetară viitoare.

Această dinamică este esențială pentru înțelegerea modului în care se formează dobânzile interbancare. Atunci când așteptările de inflație sau percepția privind riscul se modifică, se modifică și dobânzile nominale tranzacționate de participanții la piață, inclusiv cele care stau la baza indicatorilor de tip **ROBOR**. Cu alte cuvinte, **ROBOR** nu este un număr fixat administrativ, ci rezultatul agregat al cotațiilor zilnice ale băncilor, cotații care reflectă direct condițiile de piață și așteptările privind viitorul apropiat.

Ancorarea anticipațiilor este, în ultima instanță, legată intrinsec de credibilitatea băncii centrale. Dacă publicul și piețele cred că Banca Națională a României va aduce inflația înapoi la țintă într-un orizont rezonabil, anticipațiile rămân stabile, iar dobânzile nu cresc semnificativ. Dacă această credibilitate slăbește, dobânzile cresc preventiv, indiferent de nivelul actual al inflației — un fenomen care poate fi observat în toate economiile cu istoric inflaționist ridicat.

## Inflația și ratele de dobândă

Inflația este un indicator economic ce măsoară creșterea generală a prețurilor dintr-o economie. Modul său de calcul este standardizat și similar în toate economiile relevante ale lumii. Ca principiu, rata de creștere a inflației reprezintă o medie ponderată a creșterii prețurilor produselor considerate față de perioada anterioară.

Deși există, din punct de vedere tehnic, mai mulți indici de preț relevanți (prețuri de consum, prețuri de producție, inflație medie anuală sau inflație la sfârșit de an etc.), cel mai cunoscut de către populație și mass-media și utilizat în comunicarea oficială este indicele prețurilor de consum (IPC), denumit simplu inflație.

Inflația poate fi cauzată de factori interni, generați de evoluția și deciziile din economia României, sau de factori externi, generați de evenimente globale.

Factorii interni includ cererea care depășește capacitatea de producție, creșterile salariale peste productivitate, deficitele bugetare persistente, majorările de TVA și accize, precum și

deprecierea leului față de euro. Asupra acestor factori, politica monetară și cea fiscală au, în principiu, mecanisme de control.

Factorii externi provin din șocuri globale și se transmit în economia românească indiferent de deciziile interne, incluzând prețurile materiilor prime, problemele din lanțurile de aprovizionare, conflictele geopolitice, catastrofele naturale și schimbările de politică monetară ale *Federal Reserve* (SUA) sau BCE (zona euro).

Ultimii ani au oferit două ilustrări clare ale acțiunii factorilor externi. Războiul din Ucraina, declanșat în februarie 2022, a împins prețurile gazelor, electricității și cerealelor la maxime istorice. Inflația din România a urcat de la sub 4% la peste 16%, iar BNR a fost forțată să majoreze rata de politică monetară de la 1,25% la 7%. Recentul conflict din Iran a generat un nou șoc inflaționist, transmis în România prin canalul prețului combustibililor și al pieței europene integrate. Aceste evoluții au impus, în mod necesar, ajustări ale dobânzilor pe întregul lanț de transmisie, inclusiv asupra cotațiilor interbancare.

## Politica monetară și modul de transmisie al acesteia în economie prin intermediul ratelor de dobândă

Banca Națională a României, ca și majoritatea băncilor centrale moderne, operează un regim de țintire a inflației. Ținta actuală este de  $2,5\% \pm 1$  punct procentual.

Atunci când inflația proiectată depășește ținta, BNR are două instrumente principale: rata de politică monetară (rata dobânzii de referință la care băncile comerciale se finanțează sau își plasează lichiditatea la banca centrală) și operațiunile de piață (prin care injectează sau scot lichiditate din sistemul bancar). Creșterea ratei face creditul mai scump, descurajează cererea agregată și, cu un decalaj de câteva luni, temperează inflația.

Indicatorii precum **ROBOR** sau, în zona euro, **€STR** și **EURIBOR** reflectă costul finanțării între bănci. Acești indicatori se mișcă, de regulă, foarte aproape de rata de politică monetară, deoarece băncile au mereu alternativa de a se finanța direct la banca centrală.

Diferența dintre rata de politică monetară a BNR și **ROBOR** ne arată cât de „strâns” sau de „relaxat” este sistemul bancar din punct de vedere al lichidității: **ROBOR** sub rata de politică indică surplus de lichiditate, iar **ROBOR** peste rata de politică monetară indică deficit de lichiditate.

În ambele cazuri, mișcarea este o consecință directă a condițiilor de piață, nu a unor decizii discreționare ale băncilor comerciale participante la sistemul de stabilire a ratelor respective.

Este important să subliniem o limitare fundamentală a politicii monetare: ea este eficientă împotriva inflației generate de cerere, dar are eficacitate limitată împotriva șocurilor de ofertă.

Dacă inflația este declanșată de o creștere bruscă a prețurilor energiei sau de disfuncționalități în lanțurile de aprovizionare, banca centrală se confruntă cu o dilemă — poate calma inflația prin creșterea dobânzii de politică monetară, dar cu costul unei încetiniri a economiei.

Aceasta a fost provocarea cea mai importantă a băncilor centrale globale între 2021 și 2024, iar dobânzile interbancare au reflectat această tensiune în fiecare etapă.

## Prețul energiei – un factor cu pondere disproporționată în calculul inflației și în evoluția dobânzilor

Energia ocupă un loc aparte în analiza inflației și a ratelor de dobândă din două motive.

Primul este economic: energia este un element de cost în aproape orice proces de producție, de la fabricarea pâinii la livrarea unui colet. O creștere a prețului gazelor sau al electricității se propagă, în câteva luni, în prețurile a sute de bunuri și servicii.

Al doilea motiv este statistic: în coșul de calcul al inflației din România, energia (electricitate, gaze naturale, combustibili) are o pondere directă de 6,51%, mai mare decât în multe economii dezvoltate.

Episodul 2021–2022 a demonstrat anvergura influenței prețului energiei asupra nivelului inflației și deciziilor de politică monetară. Creșterea prețurilor gazelor naturale în Europa, declanșată inițial de revenirea cererii în perioada post-pandemică și amplificată de invadarea Ucrainei și o gestionare greșită a liberalizării pieței, a împins inflația în România de la sub 4% în 2021 la peste 16% în vârful din noiembrie 2022.

Banca centrală a reacționat prin creșterea ratei de politică monetară de la 1,25% la 7%, iar guvernul a introdus scheme de plafonare a prețurilor pentru consumatori. Episodul ilustrează și o provocare conceptuală: cât din creșterea ratelor a fost răspunsul la șocul de ofertă inițial și cât a fost răspunsul la efectele de rundă a doua, când scumpirile inițiale au început să se transmită în salarii și în alte prețuri? Distincția este crucială pentru băncile centrale.

Un șoc tranzitoriu al prețurilor energiei, dacă nu se transmite în anticipațiile inflaționiste, poate fi tolerat și nu duce neapărat la creșterea dobânzii de politică monetară — politica monetară nu poate reduce prețul gazelor, iar înăsprirea agresivă ar genera doar costuri economice fără beneficii în reducerea inflației. Dar dacă șocul devine persistent și începe să modifice așteptările de salarii și prețuri, banca centrală trebuie să acționeze, indiferent de natura inițială a șocului. Acesta este motivul pentru care comunicarea BNR și a BCE în ultimii ani a pus accent constant pe „ancorarea anticipațiilor inflaționiste”.

În paralel, prețurile energiei interacționează și cu cursul de schimb: o depreciere a leului scumpește energia importată, ceea ce alimentează inflația, iar acest efect se reflectă, la rândul său, în dobânzile de pe întregul lanț — de la titluri de stat până la indicatori interbancari.

## 03 CE SUNT INDICIILE DE REFERINȚĂ ÎN DOMENIUL FINANCIAR ȘI LA CE FOLOSESC?

Indicii de referință pentru piețele financiare sunt valori calculate care au scopul de a reda cât mai fidel nivelul de preț la care se află la un moment dat o piață, cum ar fi piața acțiunilor, piața depozitelor interbancare sau piața obligațiunilor.

Având în vedere că prețurile în domeniul financiar sunt într-o continuă dinamică, toți indicii de referință au la bază o serie de convenții pentru a putea fi calculați, precum:

- Un mod de calcul. De regulă, este vorba de o medie; ea poate fi simplă, ponderată sau pot fi aplicate diverse ajustări, tocmai cu intenția de a reprezenta cât mai fidel și mai complet realitatea din piața respectivă.
- Un moment în timp. De regulă, este vorba de un moment în cursul unei zile de tranzacționare, ales în așa fel încât să surprindă un interval cu activitate cât mai relevantă, sau poate fi utilizat nivelul de prețuri la finalul zilei de tranzacționare.
- Dacă indicii nu sunt bazați pe tranzacții efective (ci pe prețuri cotate de participanții din piața respectivă), atunci sunt necesare reguli cu privire la identitatea celor care cotează acele prețuri, drepturile și obligațiile pe care le au contributorii, precum și mecanisme prin care să poată fi testată fermitatea cotațiilor.

De exemplu, indicele BET al Bursei de Valori din București (BVB) este cel mai vechi indice aferent pieței de capital din România. BET se calculează în fiecare zi pe baza prețurilor de închidere ale celor mai tranzacționate companii listate la BVB. În calculul valorii BET se ține cont, proporțional, de capitalizarea bursieră a fiecărei companii incluse în indice.

În cazul dobânzilor de pe piața interbancară, în România sunt utilizate două categorii de indici de referință calculați în mod diferit: pe de o parte **IRCC** și, pe de altă parte, **ROBID** și **ROBOR**.

**IRCC** - *Indicele de Referință pentru Creditele acordate Consumatorilor* - este un indicator statistic, calculat pe baza tranzacțiilor efective de pe piața monetară interbancară. **IRCC** este indicatorul folosit în România pentru calcularea dobânzilor variabile la creditele în lei acordate consumatorilor persoane fizice, în special la creditele ipotecare și de consum.

Indicele zilnic se calculează ca medie ponderată a dobânzilor la depozitele interbancare, iar **IRCC** trimestrial se determină ca medie aritmetică a indicilor zilnici din trimestrul anterior. BNR are rol de agent de calcul și publică indicele, iar regulile de calcul sunt prevăzute în OUG nr. 19/2019 (*Ordonanța de urgență nr. 19/2019 pentru modificarea și completarea unor acte normative*).

Cum volumele de tranzacții efective de pe piața monetară interbancară din România sunt concentrate pe scadențe foarte scurte, în special *overnight*, scadența medie a tranzacțiilor este apropiată de zona de o zi/câteva zile; prin urmare, **IRCC** reflectă practic ratele de dobândă pe scadențe foarte scurte.

Un element important este că **IRCC** aplicat creditelor consumatorilor reacționează cu întârziere față de evoluțiile pieței. Pentru că valoarea aplicabilă într-un trimestru reflectă media dobânzilor dintr-o perioadă anterioară de două trimestre, modificările de politică monetară sau ale lichidității din piață nu se văd imediat în ratele plătite de clienții persoane

fizice, ci cu o întârziere de aproximativ 6 luni. Această caracteristică poate tempera volatilitatea pe termen scurt, dar face ca scăderile sau creșterile ratelor de dobândă să fie resimțite de consumatori cu un decalaj de 6 luni față de momentul în care au avut loc în realitate.

**ROBID** și **ROBOR** sunt indicatori prospectivi, exprimând dobânzile la care băncile intenționează să tranzacționeze lichiditatea de care dispun sau de care au nevoie în perioada următoare (o zi, o săptămână, o lună, 3 luni, 6 luni, 12 luni). Ambele rate sunt stabilite printr-un proces de fixing pentru depozitele în lei de pe piața monetară interbancară, Banca Națională a României având calitatea de administrator al regulilor de stabilire a acestor indicatori.

**ROBID** — *Romanian Interbank Bid Rate* — reprezintă rata de referință la care băncile participante sunt dispuse să atragă depozite în lei de la alte bănci. Altfel spus, este dobânda „de cumpărare” a banilor: nivelul la care o bancă acceptă să primească lichiditate de la o altă bancă. Din acest motiv, **ROBID** este, în mod normal, mai mic decât **ROBOR**, diferența dintre ele reflectând marja *bid-offer* (vanzare-cumparare) specifică pieței monetare.

**ROBOR** — *Romanian Interbank Offer Rate* — reprezintă rata de referință la care băncile participante sunt dispuse să plaseze depozite în lei către alte bănci. Cu alte cuvinte, este dobânda „de vânzare” a banilor pe piața interbancară.

Din punct de vedere economic, **ROBID** și **ROBOR** sunt influențate de mai mulți factori:

- condițiile de lichiditate din sistemul bancar,
- rata dobânzii de politică monetară a BNR, precum și anticipațiile privind evoluția acesteia pentru scadențele respective,
- facilitățile permanente ale băncii centrale,
- prima de risc a țării,
- inflația curentă,
- anticipațiile pieței privind evoluția viitoare a inflației, a primei de risc și a ratelor de dobândă.

*În perioade cu lichiditate abundentă, presiunile asupra ratelor interbancare tind să fie mai reduse. În perioade de deficit de lichiditate sau de întărire a politicii monetare, ROBOR poate crește.*

În practică, **ROBOR** este indicatorul mai cunoscut publicului, deoarece a fost legat direct de costul creditelor cu dobândă variabilă. **ROBID** este mai degrabă un indicator de piață, relevant pentru activitatea de trezorerie a băncilor și pentru înțelegerea condițiilor de finanțare pe termen scurt. Împreună, **ROBID** și **ROBOR** oferă o imagine asupra prețului lichidității în lei și asupra modului în care politica monetară se transmite în piața bancară.

## 04 MECANISMUL DE FIXING – ELEMENTE TEHNICE ȘI ASPECTE DE ETICĂ

Indicii **ROBID** / **ROBOR** sunt calculați în cadrul unui mecanism de fixing, care, în esență, înseamnă „poza” pieței interbancare la ora 11 a fiecărei zile lucrătoare. Atât funcționarea pieței interbancare, cât și toate regulile privind modul de calcul al indicilor fac obiectul reglementărilor și supravegherii Băncii Naționale a României.

Conform unui regulament care reglementează funcționarea pieței monetare (Norma 4/1995), toate băncile din România au obligația de a afișa continuu și transparent cotații la care ar fi dispuse să atragă sau să plaseze sume de bani pe fiecare bandă de maturitate, adică 1 zi (sau *overnight*), o săptămână, 1 lună, 3, 6, respectiv 12 luni.

*Cotațiile sunt indicative, în sensul că ele pot fi ajustate în situația unei tranzacții concrete, în special dacă volumele sunt mai mari decât cele obișnuite.*

În cadrul mecanismului de fixing pentru indicii **ROBID** / **ROBOR**, un număr de 10 bănci participante în panel aderă la mecanismul de fixing reglementat de Banca Națională a României și își asumă o serie de obligații și drepturi suplimentare care decurg din regulament, printre care:

- Obligația de a executa tranzacții (până la limitele prevăzute în regulament) la acele cotații pe care le afișează la ora 11 a fiecărei zile, astfel încât imaginea pieței monetare surprinsă prin indicii **ROBID/ROBOR** să reflecte cât mai clar și fidel intenția reală de tranzacționare;
- Dreptul de a solicita oricărui alt participant în fixing, în primele 15 minute după ora 11, să execute tranzacții la prețurile afișate, în limitele de sume prevăzute de regulament;
- Obligații legate de cadrul intern de organizare.

*Pe baza cotațiilor astfel oferite de bănci, Banca Națională a României calculează și afișează **ROBID/ROBOR** ca medie simplă a acestor cotații, după eliminarea valorilor extreme.*

În plus, Banca Națională a României dispune de un cadru extins de reglementări la nivel european, precum *Market Abuse Regulation* (EU 596/2014) și *Benchmark Regulation* (EU 2016/1011), prin care poate sancționa băncile participante la piața monetară și la mecanismul de fixing în situația în care constată că nivelul dobânzilor cotate nu reflectă intenția reală de tranzacționare a acestora.

Exemple de astfel de comportamente de distorsionare a pieței ar fi modificarea frecventă și semnificativă a cotațiilor oferite de o bancă în cursul aceleiași zile, oferirea indicativă de volume foarte mari spre tranzacționare urmată de neconcretizarea tranzacțiilor etc.

După criza din 2008–2009, în regulamentele aplicabile pieței monetare a fost introdus și mecanismul prin care Banca Națională a României poate alege să ignore rezultatul calculului indicilor ROBID/**ROBOR** și are posibilitatea, însă nu și obligația, de înlocuire a ratei **ROBOR** cu rata dobânzii de la facilitatea de credit a BNR – pentru situațiile în care consideră că ceea ce au cotațat băncile nu reflectă condițiile de piață de la momentul respectiv.

La nivelul zonei euro, *European Money Markets Institute* (EMMI) calculează și publică zilnic rata de referință pentru euro folosită pe piața interbancară: EURIBOR.

Modul de calcul, precum și cadrul legislativ de administrare și control al acestui indice de referință pentru euro, este similar celui utilizat în calculul indicelui **ROBOR** pentru leu. Mai precis, cotațiile sunt și aici obținute de la un grup/panel de bănci importante din zona euro, care transmit zilnic ratele la care consideră că pot împrumuta fonduri negarantate în euro pentru fiecare maturitate în parte.

Ca mod de calcul, se colectează contribuțiile panelului pentru maturitatea respectivă, se elimină proporțional contribuțiile extreme (*trimming* — se exclud cele mai mari și cele mai mici contribuții într-un procent stabilit), iar ulterior se calculează media aritmetică a cotațiilor rămase.

În cazul EURIBOR, platforma de fixing nu permite participanților să vizualizeze în timp real decât propriile informații (nu și pe cele ale concurenților) – nu există o asemenea platformă. EURIBOR este calculat ex-post, pe baza tranzacțiilor realizate pentru fiecare scadență, în vreme ce platforma ROBOR asigură transparența în timp real a cotațiilor ferme aparținând tuturor băncilor din panel. Aici trebuie făcută o distincție între caracterul ferm al cotației ROBOR și caracterul calculat ex-post al cotației EURIBOR.

*Metodologia de calcul a EURIBOR este reglementată și publică, ca și în cazul ROBOR, cu monitorizare pentru a preveni manipularea datelor obținute.*

În concluzie, putem afirma că, din punct de vedere al metodologiei de calcul, al procesului efectiv de administrare și al cadrului legislativ care reglementează administrarea indicilor de referință, există o similitudine între practicile la nivelul Uniunii Europene și cele din România.

Este asigurată independența administratorului indicilor de referință și transparența procesului, în scopul limitării posibilităților de manipulare a acestora și al reflectării cât mai fidele a realității tranzacțiilor de piață efectuate pe piața interbancară.

## 05 ROLUL PIEȚEI MONETARE ÎN TRANSMISIA POLITICII MONETARE

Obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României este asigurarea și menținerea stabilității prețurilor. În cadrul acestui mandat, BNR definește și implementează politica monetară și politica de curs de schimb, sprijinind politica economică generală a statului, însă fără a prejudicia obiectivul de stabilitate a prețurilor.

Începând cu anul 2005, BNR utilizează un regim de țintire directă a inflației. Începând cu 2013, ținta staționară multianuală este de 2,5% ±1 punct procentual, nivel compatibil cu definirea stabilității prețurilor pe termen mediu în economia românească.

BNR implementează politica monetară prin cadrul de țintire directă a inflației, având ca obiectiv fundamental asigurarea și menținerea stabilității prețurilor. Instrumentele operaționale folosite pentru a pune în practică politica de țintire a inflației sunt:

- rata dobânzii de politică monetară și coridorul facilităților permanente (facilitatea de depozit și facilitatea de credit sau rata lombard),
- operațiunile de piață monetară,
- rezervele minime obligatorii și
- managementul lichidității.

De asemenea, în anumite perioade de timp (de exemplu 2022–2024), cursul de schimb leu/euro a fost utilizat ca ancoră antiinflaționistă. Legea nr. 312/2004 privind Statutul BNR stabilește explicit că banca centrală utilizează proceduri și instrumente pentru operațiuni de piață monetară, operațiuni de creditare a instituțiilor de credit și mecanismul rezervelor minime obligatorii.

Aceste instrumente acționează mai întâi asupra ratelor de dobândă cu scadențe foarte scurte de pe piața interbancară, apoi asupra curbei **ROBOR**, asupra randamentelor titlurilor de stat pe termen scurt, asupra dobânzilor la credite și depozite, asupra cursului de schimb și asupra anticipațiilor inflaționiste.

În practică, BNR combină semnalul ratei-cheie de politică monetară cu gestionarea lichidității și, atunci când este necesar, cu utilizarea rezervelor minime obligatorii, pentru a regla condițiile monetare și a ancora anticipațiile inflaționiste.

## Instrumente de politică monetară, scop și transmisie

| Instrument                            | Forma operațională  | Scop direct   | Impact pe piața monetară  | Orizont de transmisie                               |
|---------------------------------------|---|---|---|---|
| Rata dobânzii de politică monetară    | Rata-cheie decisă de CA al BNR  | Semnalul central al orientării politicii monetare                                     | Ancorează ratele interbancare și curba ROBOR, mai ales când lichiditatea este gestionată activ                                      | Rapid pentru O/N-1W; prin anticipații pentru 3M-12M |
| Facilități permanente                 | Depozit overnight (facilitatea de depozit) și creditare Lombard overnight (facilitatea de credit)           | Stabilirea podelei și plafonului coridorului dobânzilor cu scadențe foarte scurte     | Limitează volatilitatea ratelor overnight și oferă/plasează lichiditate de ultimă instanță pe termen foarte scurt                   | Imediat   |
| Operațiuni de piață monetară          | Repo, reverse repo, atragere depozite, certificate de depozit, cumpărări/vânzări directe, swap-uri valutare | Injecția sau absorbția lichidității   | Aduce rata O/N și cotațiile scurte spre nivelul dorit de banca centrală   | Zile-săptămâni                                      |
| Rezerve minime obligatorii            | Obligația băncilor de a menține rezerve în conturi BNR; perioadă de aplicare lunară                         | Control structural al lichidității și al multiplicării creditului                     | Schimbă lichiditatea disponibilă băncilor și costul marginal de finanțare   | Săptămâni-luni                                      |
| Managementul lichidității             | Calibrarea operațiunilor BNR în funcție de poziția netă de lichiditate                                      | Mentținerea ratelor de piață compatibile cu postura de politică monetară              | Poate face ca ratele O/N să fie aproape de facilitatea de depozit, rata-cheie sau Lombard, în funcție de obiectivul bancii centrale | Foarte rapid  |
| Curs de schimb și operațiuni valutare | Regim valutar, intervenții/management al volatilității, rezerve internaționale                              | Limitarea efectelor dezordonate asupra inflației importate și stabilității financiare | Influențează primele de risc, lichiditatea în lei și așteptările privind inflația   | Rapid, dar dependent de context                     |

**Rata de dobânda de politică monetară** este principalul semnal public al orientării politicii monetare. Prin deciziile CA al BNR, această rată transmite pieței mesajul privind gradul de restrictivitate sau relaxare monetară: creșterea ratei-cheie indică întărirea condițiilor monetare, iar reducerea ei indică relaxarea acestora.

Funcțiile ratei-cheie sunt:

- Semnalează pieței direcția de politică monetară și ancorarea anticipațiilor inflaționiste;
- Influențează imediat costul lichidității în lei pentru sistemul bancar;
- Ghidează ratele interbancare (de piață monetară) pe termen scurt, în special atunci când BNR gestionează activ lichiditatea;
- Transmite semnalul către ratele ROBID și ROBOR, randamentele titlurilor de stat pe termen scurt și ratele de dobândă bancară la credite și depozite.

Rata-cheie nu acționează singură. Eficacitatea transmiterii ei depinde și de poziția de lichiditate a sistemului bancar, adică de raportul dintre depozitele persoanelor fizice la băncile comerciale și creditele acordate de acestea.

Într-o situație de excedent persistent de lichiditate, adică atunci când băncile sunt „inundate” de depozite bancare și nu pot acorda suficiente credite, ratele *overnight* tind să coboare spre facilitatea de depozit, iar într-un deficit de lichiditate, acestea tind să urce spre rata-cheie sau spre facilitatea Lombard, în funcție de intensitatea deficitului de lichiditate.

**Facilitățile permanente** sunt instrumente cu scadența *overnight*, accesate la inițiativa instituțiilor de credit eligibile. Ele creează un coridor în jurul ratei de politică monetară: facilitatea de depozit reprezintă, în mod obișnuit, podeaua coridorului, iar facilitatea de creditare marginală/Lombard reprezintă plafonul.

Prin **facilitatea de depozit**, băncile pot plasa lichiditate *overnight* la BNR. Dobânda acestei facilități devine o referință minimă pentru plasamentele pe scadențele foarte scurte în lei: o bancă nu ar avea, în principiu, motiv să plaseze surplusul de lichiditate la o altă bancă sub randamentul disponibil la BNR, ajustat pentru riscuri și condiții operaționale.

Prin **facilitatea Lombard**, băncile pot obține lichiditate *overnight* de la BNR contra unui colateral eligibil. Aceasta funcționează ca un plafon pentru dobânzile *overnight* (ON): o bancă aflată în nevoie de lichiditate are alternativa împrumutului de la BNR la rata Lombard, în limita colateralului eligibil. Este important de menționat aici faptul că, spre deosebire de facilitatea de depozit, unde o bancă poate plasa nelimitat fonduri la banca centrală, în cazul facilității de credit accesul la finanțare de la banca centrală este limitat de colateralul eligibil (în cazul României, titluri de stat) negajat, de care dispune o bancă la un moment dat.

**Coridorul** (ecartul dintre facilitatea de credit și facilitatea de depozit) reduce volatilitatea excesivă a dobânzilor pentru scadențele foarte scurte (ON – 1W) și disciplinează formarea ratelor interbancare. Când coridorul este îngust, semnalul ratei-cheie se transmite mai direct către piața monetară, iar când coridorul este mai larg, ratele *overnight* pot fluctua într-un interval mai mare, în funcție de condițiile de lichiditate.

Este important de menționat în acest context faptul că facilitățile de credit și de depozit sunt operațiuni care au scadență *overnight*. Prin urmare, ele sunt relevante pentru scadențele foarte scurte la tranzacțiile efectuate pe piața monetară (*overnight* – 1W). Pentru scadențele lungi, mult mai importante sunt anticipațiile privind evoluția facilităților pe durata tranzacției respective.

Operațiunile de piață monetară sunt instrumentele prin care BNR injectează sau absoarbe lichiditate și influențează astfel ratele de dobândă interbancare. Legea nr. 312/2004 permite BNR să efectueze pe piața secundară operațiuni reversibile, cumpărări/vânzări directe, operațiuni cu active luate în gaj pentru credite colateralizate, swap-uri valutare, emitere de certificate de depozit și atragere de depozite de la instituții de credit.

### Principalele tipuri de operațiuni de piață monetară

| Operațiune                          | Sens lichiditate                   | Descriere   | Efect asupra ratelor   |
|-------------------------------------|------------------------------------|---|--|
| Repo                                | Injectare                          | BNR oferă lichiditate contra colateral eligibil, cu reversarea tranzacției la scadență. | Reduce presiunea ascendentă asupra ratelor O/N și 1W.  |
| Reverse repo                        | Absorbție                          | BNR absoarbe lichiditate din sistem prin operațiuni reversibile.                        | Crește randamentul alternativ pentru surplusul de lichiditate. Creșterea ratelor de dobândă de pe piața monetară.            |
| Atragere de depozite                | Absorbție                          | BNR atrage temporar depozite de la instituțiile de credit.                              | Drenează excesul de lei și împinge ratele de dobândă către ratele cheie.   |
| Certificate de depozit BNR          | Absorbție                          | Instrumente emise de banca centrală pentru sterilizarea lichidității.                   | Întărește controlul asupra lichidității și asupra ratelor pe scadențe scurte. Majorează ratele de dobândă de piața monetară. |
| Cumpărări/vânzări directe de active | Injectare/absorbție                | Operațiuni definitive pe piața secundară, în limitele legii.                            | Influențează lichiditatea și randamentele pe termen scurt.   |
| Swap valutar                        | Injectare/absorbție lei sau valută | Schimb temporar de valute cu reversare la scadență.                                     | Influențează simultan lichiditatea în lei, lichiditatea în valută și prima de risc valutar.                                  |

**Rezervele minime obligatorii (RMO)** reprezintă obligația bancilor de a păstra o anumită parte din pasivele eligibile (în principal depozitele atrase) în conturi la BNR.

Funcțiile **RMO** sunt multiple:

- controlul structural al lichidității din sistemul bancar;
- stabilizarea ratelor dobânzilor pe piața interbancară, deoarece menținerea medie pe perioada de aplicare permite băncilor să absoarbă șocuri zilnice de lichiditate;
- influențarea costului de finanțare al băncilor și a multiplicării creditului;
- componentă macroprudențială.

Reducerea **RMO** eliberează lichiditate și tinde să relaxeze condițiile monetare, iar creșterea **RMO** blochează lichiditate și tinde să întărească condițiile monetare. În practică, BNR poate menține ratele **RMO** neschimbate pe perioade lungi și poate regla lichiditatea mai fin prin operațiuni de piață monetară.

**Managementul lichidității** este mecanismul prin care BNR decide câtă lichiditate lasă în sistem și la ce preț. Acesta este esențial pentru transmisia ratei-cheie a dobânzii de politică monetară: aceeași rată poate avea efecte diferite dacă sistemul bancar se află în deficit sau în excedent de lichiditate.

- În deficit de lichiditate, băncile concurează pentru resurse, iar ratele interbancare tind să se apropie de rata-cheie sau de rata Lombard.
- În excedent de lichiditate, băncile au surplus de lei, iar ratele O/N tind să se apropie de facilitatea de depozit.
- BNR poate steriliza excesul prin atragere de depozite sau poate oferi lichiditate prin operațiuni repo.

Din acest motiv, comunicatele BNR includ frecvent formula „gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar”. Această formulă definește modul practic prin care rata-cheie se transmite către ratele de dobânda efective din piața monetară.

Într-o economie mică și deschisă, cu importuri importante și datorii în valută, **cursul de schimb** este, de asemenea, un canal relevant al transmisiei monetare. Legea nr. 312/2004 conferă BNR atribuții privind politica de curs de schimb și regimul valutar, iar în cadrul operațiunilor de piață monetară permite și utilizarea swap-urilor valutare.

BNR nu folosește cursul ca țintă nominală fixă, ci ca variabilă monitorizată în contextul stabilității prețurilor și al stabilității financiare. O depreciere rapidă a leului poate alimenta inflația importată (prin creșterea prețului bunurilor de consum care provin din import și prin presiunea exercitată asupra prețurilor bunurilor similare produse în România) și anticipațiile inflaționiste, în timp ce o apreciere excesivă poate afecta competitivitatea la export a producătorilor români. De aceea, instrumentele valutare sunt complementare politicii monetare.

Un exemplu de utilizare a cursului de schimb ca ancoră antiinflaționistă este perioada crizei energetice. Războiul început de Rusia în Ucraina a cauzat creșterea accelerată a prețurilor tuturor componentelor de energie, cu niveluri istorice la gazul metan (creștere de aproape 10 ori) și energia electrică. Iar cel puțin una dintre formele de energie (combustibil, gaz metan, energie electrică) se regăsește în orice bun sau serviciu utilizat de populație.

Prin urmare, pe lângă efectul de primă rundă important (adică creșterea directă a inflației din cauza majorării prețurilor energiei), s-a înregistrat și un efect de rundă a doua consistent (inflația crește din cauza majorării prețurilor bunurilor de consum și serviciilor care înglobează costul energiei). Ca urmare, această evoluție a avut ca impact o inflație de peste 16% în România în noiembrie 2022, iar în economiile dezvoltate, UE și SUA, a condus la rate ale inflației la niveluri istorice, cum nu s-au mai înregistrat în ultimii 50 de ani.

În acest context, BNR a utilizat cursul de schimb ca ancoră antiinflaționistă. România importă produse energetice, iar dacă la impactul creșterii prețului energiei s-ar fi adăugat și o depreciere a cursului leului, impactul asupra inflației și asupra anticipațiilor inflaționiste ar fi fost mult mai mare.

**Comunicarea** băncii centrale este, de asemenea, un instrument de politică monetară în sens larg. Comunicatele CA, minutele ședințelor CA, Raportul asupra inflației, Raportul anual și prezentările BNR explică deciziile și reduc incertitudinea din piața monetară și valutară.

Prin comunicare, BNR influențează anticipațiile publicului și ale companiilor privind evoluția ratei inflației și traiectoria ratelor de dobândă, chiar înainte ca toate efectele operaționale să se materializeze.

Transmisia către piața monetară este prima etapă a mecanismului monetar, și poate fi sintetizată astfel:

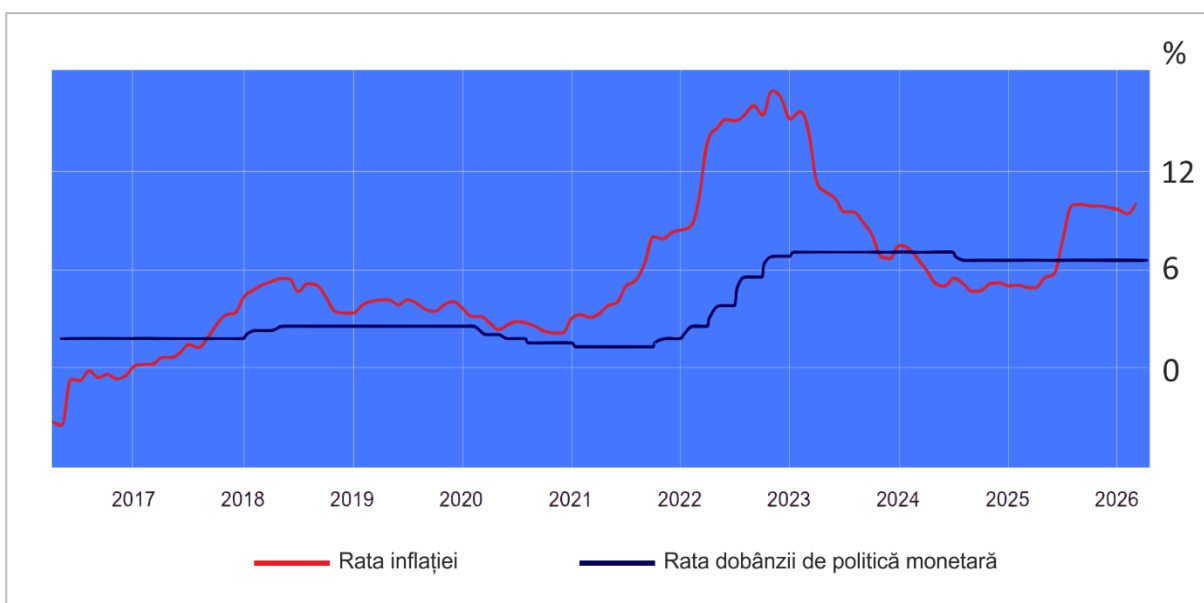
**Decizie BNR → lichiditate interbancară → O/N și 1W → ROBOR 3M/6M/12M → credite/depozite → cerere agregată → inflație**

Ratele *overnight* reacționează cel mai rapid la deciziile de politică monetară și la operațiunile de lichiditate. Ratele **ROBOR** la 3M, 6M și 12M încorporează atât condițiile curente de lichiditate, cât și anticipațiile privind evoluția ratei-cheie, riscul de lichiditate și riscul de contrapartidă. Transmisia către creditele cu dobândă variabilă depinde apoi de indicii de referință contractual (**ROBOR** sau IRCC), de marja băncii și de structura portofoliului de credite a sistemului bancar.

## Cum se combină instrumentele de politică monetară în practică

| Situație macro-financiară              | Rată-cheie   | Lichiditate  | RMO și alte instrumente   |
|--|--|--|---|
| Inflație sub țintă / cerere slabă      | Reducere sau menținere la nivel scăzut   | Injectare de lichiditate / reducerea tensiunilor                                   | Eventual reducere RMO pentru eliberare de lichiditate               |
| Inflație peste țintă / cerere excesivă | Creștere sau menținere restrictivă   | Sterilizare a excesului de lichiditate   | Menținere sau creștere RMO; comunicare fermă                        |
| Șoc extern de ofertă                   | Calibrare prudentă: se evită reacția excesivă la efecte temporare, dar se controlează efectele de runda a doua și impactul asupra anticipațiilor inflaționiste | Management strict al lichidității  | Ancorarea anticipațiilor și monitorizarea cursului de schimb        |
| Volatilitate valutară                  | Semnal monetar plus comunicare   | Swap-uri valutare sau operațiuni care influențează lichiditatea                    | Utilizarea rezervelor și a regimului valutar în limitele mandatului |
| Tensiuni pe piața monetară             | Rata-cheie poate rămâne neschimbată  | Repo/facilități pentru calmarea deficitului; depozite pentru drenarea excedentului | Ajustări RMO doar dacă tensiunile sunt structurale                  |

## Rata inflației și rata dobânzii de politică monetară



(Sursa: tradingeconomics.com)

## 06 CURSUL DE SCHIMB ȘI IMPACTUL SĂU ASUPRA RATELOR DE DOBÂNDĂ

În capitolul 1 am enunțat faptul că anticipațiile, inflația și politica monetară a BNR sunt factorii care influențează în mod direct ratele de dobândă. Cu toate acestea, cursul de schimb al leului față de euro este și el legat intrinsec de nivelul dobânzilor.

În acest capitol vom prezenta legăturile dintre evoluția cursului de schimb și alți indicatori economici, care determină, în final, direct sau indirect, indicii de referință ai pieței interbancare și, implicit, ratele de dobândă din economie.

În România, regimul de politică monetară de țintire directă a inflației coexistă cu un regim de flotare controlată a cursului de schimb. Acest lucru înseamnă că BNR nu declară un nivel fix al cursului, dar poate utiliza instrumente de politică monetară și operațiuni valutare pentru a limita episoadele de volatilitate dezordonată care ar afecta stabilitatea prețurilor sau stabilitatea financiară.

Așa cum am prezentat anterior, dobânda de politică monetară (deci inclusiv dobânzile de pe piața interbancară) reprezintă cel mai important instrument din mixul de instrumente de politică monetară ale BNR.

Cursul de schimb și ratele de dobândă sunt doi dintre cei mai importanți indicatori care influențează economia și viața de zi cu zi a fiecăruia dintre noi. Ei determină cât de scumpe sunt creditele, cât valorează economiile și cât plătim pentru bunuri și servicii.

Când leul se depreciază, euro devine mai scump, importurile devin mai costisitoare și, ca atare, crește inflația, deoarece producătorii din România majorează și ei prețul produselor și serviciilor oferite, în linie cu prețul produselor de import. Pentru reducerea inflației este necesară majorarea dobânzilor.

Așadar, există o legătură directă între inflație, cursul valutar și ratele de dobândă, așa cum este exemplificat mai jos pentru perioada de după anul 2015.

**În perioada 2015–2025, cursul de schimb a avut o evoluție crescătoare** (leul s-a depreciat ușor față de euro) și, în general, distingem trei etape:

- **Perioada 2015–2019.** Aceasta a fost o perioadă relativ stabilă. În acest interval, dobânzile au fost relativ scăzute, iar inflația redusă. Cursul de schimb s-a depreciat gradual, în ritm cu diferențialul de inflație, astfel încât, în termeni reali (ajustat cu inflația din România și zona euro), cursul de schimb a rămas constant.
- **Perioada 2020–2021.** Pandemia COVID a dus la un consum scăzut din partea populației, o inflație redusă și la intervenții din partea BNR. În general, s-a considerat că economia traversează o perioadă dificilă și trebuie stimulată, motiv pentru care dobânzile au scăzut.

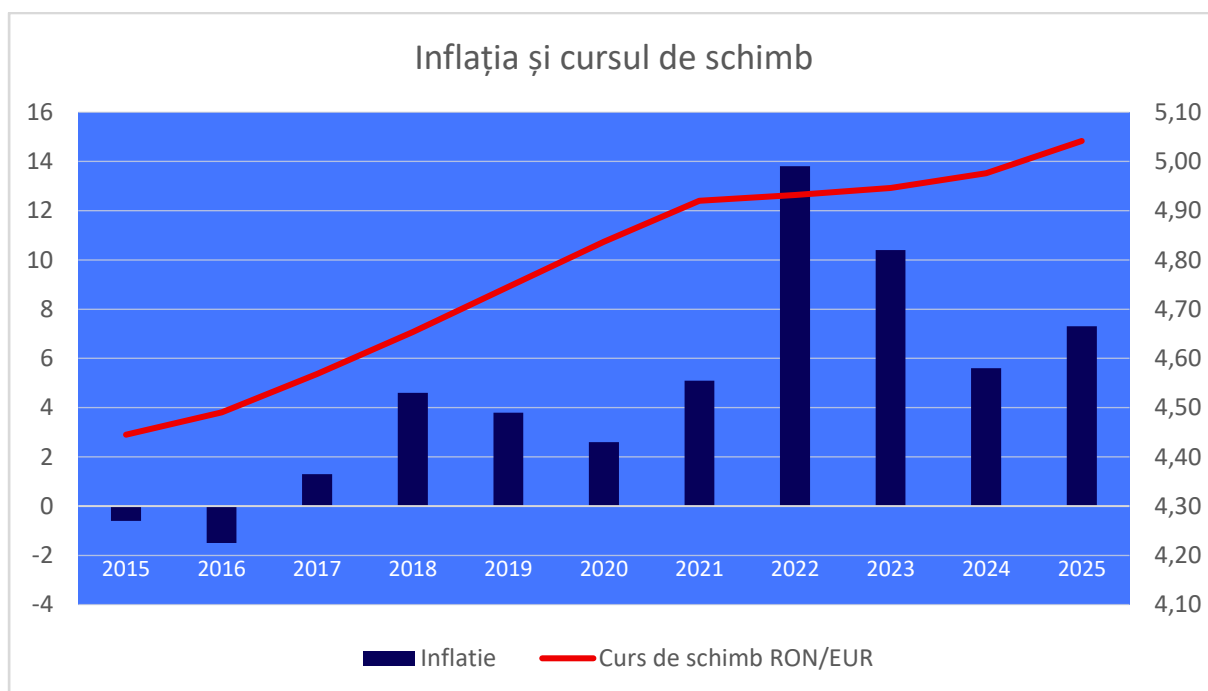
• **Perioada 2022 – prezent.** Consumul a crescut foarte mult după pandemie, populația și firmele au avut resurse disponibile (ca urmare a economiilor făcute în perioada COVID și a plăților guvernamentale primite în perioada COVID), prin urmare inflația a avut o evoluție ascendentă. Răspunsul dobânzilor nu a întârziat să apară, acestea crescând în linie cu inflația.

Ca urmare a creșterii accelerate a inflației, rata de politică monetară a crescut și ea accelerat (cu 5,75%), de la 1,25% în septembrie 2021 până la 7% în ianuarie 2023. Cum presiunile inflaționiste au persistat, rata dobânzii de politică monetară a rămas la 7% până în iunie 2024. Când presiunile inflaționiste s-au redus, BNR a operat două reduceri de câte 0,25% în iulie și august 2024. Apoi, când presiunile inflaționiste au revenit în anul 2025, rata dobânzii de politică monetară a rămas la nivelul de 6,5%.

Există, așadar, o legătură complexă între cursul de schimb și alți indicatori, prezentați în continuare:

## Inflația

Deși în mod normal cele două sunt corelate, după cum se poate observa mai jos, cursul de schimb a urmat politica BNR de curs de schimb cvasi controlat (*managed float*).



**Paritatea puterii de cumpărare** este utilizată ca reper pentru evaluarea cursului de schimb pe termen lung, întrucât exprimă ideea că diferențele persistente de inflație dintre două economii tind să fie reflectate, în timp, în ajustarea cursului nominal. A se vedea OECD, *Purchasing Power Parities (PPP)*, și Dornbusch, R. (1985), *Purchasing Power Parity*, NBER Working Paper No. 1591.

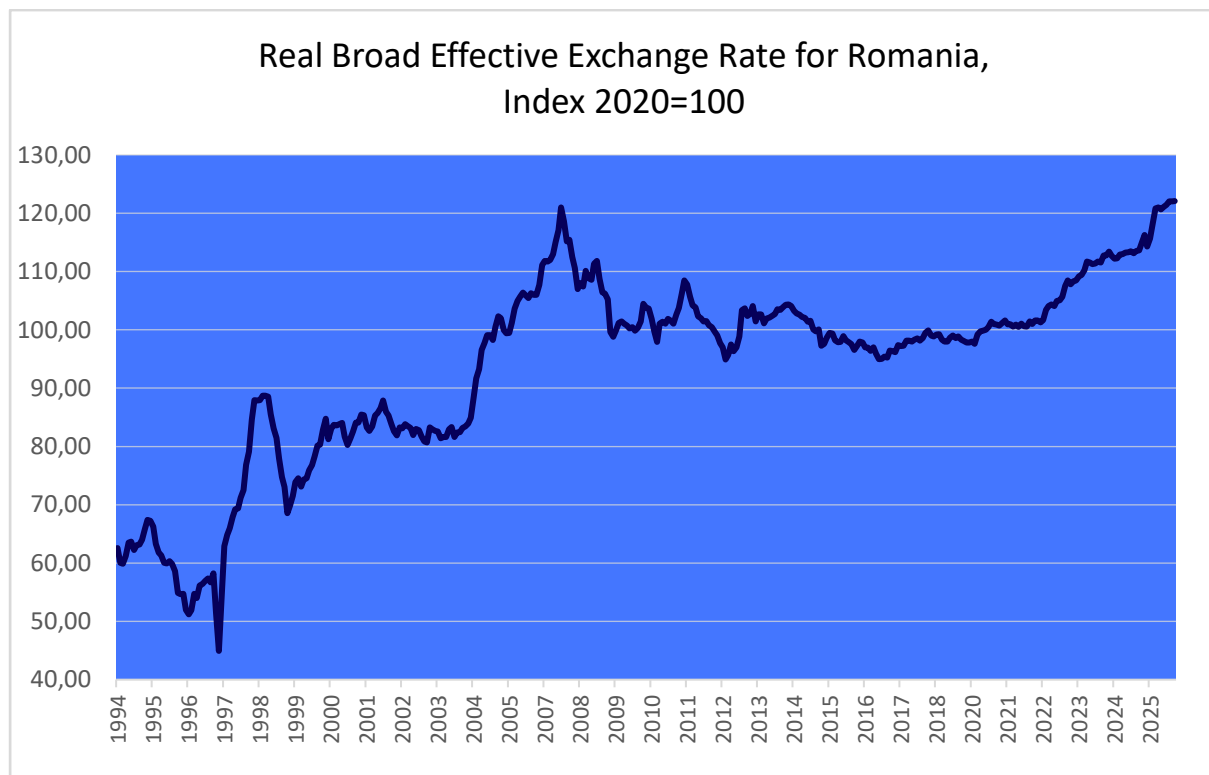
Aceasta reprezintă relația teoretică potrivit căreia, pe termen lung, **cursul de schimb dintre două monede ar trebui să reflecte diferențialul de inflație dintre cele două economii**. Cu alte cuvinte, dacă inflația din România este sistematic mai ridicată decât inflația din zona euro, leul tinde să piardă din puterea de cumpărare relativă față de euro, ceea ce creează presiuni de depreciere nominală asupra cursului EUR/RON.

În practică, această relație nu funcționează mecanic pe termen scurt, deoarece cursul este influențat și de fluxurile de capital (de exemplu accesarea de fonduri europene, PNRR, SAFE, investiții străine directe etc.), diferențialele de dobândă, intervențiile băncii centrale, poziția externă a economiei, percepția de risc și anticipațiile pieței.

Totuși, pe termen mediu și lung, un diferențial persistent de inflație nefavorabil României implică o apreciere a cursului real efectiv și poate eroda competitivitatea externă, dacă nu este compensat prin creșteri de productivitate sau printr-o ajustare graduală a cursului nominal.

Astfel, paritatea puterii de cumpărare oferă un reper important pentru evaluarea presiunilor fundamentale asupra cursului de schimb, chiar dacă evoluția efectivă a cursului poate devia semnificativ de la acest reper pe perioade lungi de timp.

**Evoluția cursului leului ajustată cu inflația este prezentată în graficul de mai jos.**



(Sursa datelor FRED, Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis)

## Legătura bilaterală dintre evoluția cursului de schimb și a ratelor de dobândă

Modelul parității ratelor dobânzii a fost evidențiat de John Maynard Keynes în lucrarea *A Tract on Monetary Reform* (1923), unde este formulată relația dintre diferențialul de dobândă și prima/discountul valutar.

**Paritatea neacoperită a ratei dobânzii** explică relația dintre cursul de schimb și diferențialul de dobândă dintre două monede. Potrivit acestei relații, un investitor ar trebui să fie indiferent între a plasa fonduri în moneda locală sau într-o monedă străină, dacă randamentul mai ridicat oferit de moneda locală este compensat de o depreciere anticipată a acesteia. În formă simplificată, relația poate fi scrisă astfel:

$$\text{rata dobânzii în lei} \approx \text{rata dobânzii în euro} + \text{deprecierea anticipată a leului} + \text{prima de risc}$$

Prin urmare, dacă dobânzile în lei sunt mai ridicate decât cele în euro, diferențialul de dobândă poate reflecta fie așteptări de depreciere viitoare a leului, fie o primă de risc mai mare asociată economiei locale. În practică, o majorare a ratelor de dobândă interne poate susține cursul pe termen scurt, deoarece activele în lei devin mai atractive pentru investitori, însă acest efect depinde de credibilitatea politicii monetare, de inflație, de riscul fiscal și de percepția investitorilor. Dacă dobânzile cresc ca reacție la o inflație ridicată, dezechilibre externe sau deteriorarea riscului suveran, efectul favorabil asupra monedei poate fi limitat sau chiar anulat.

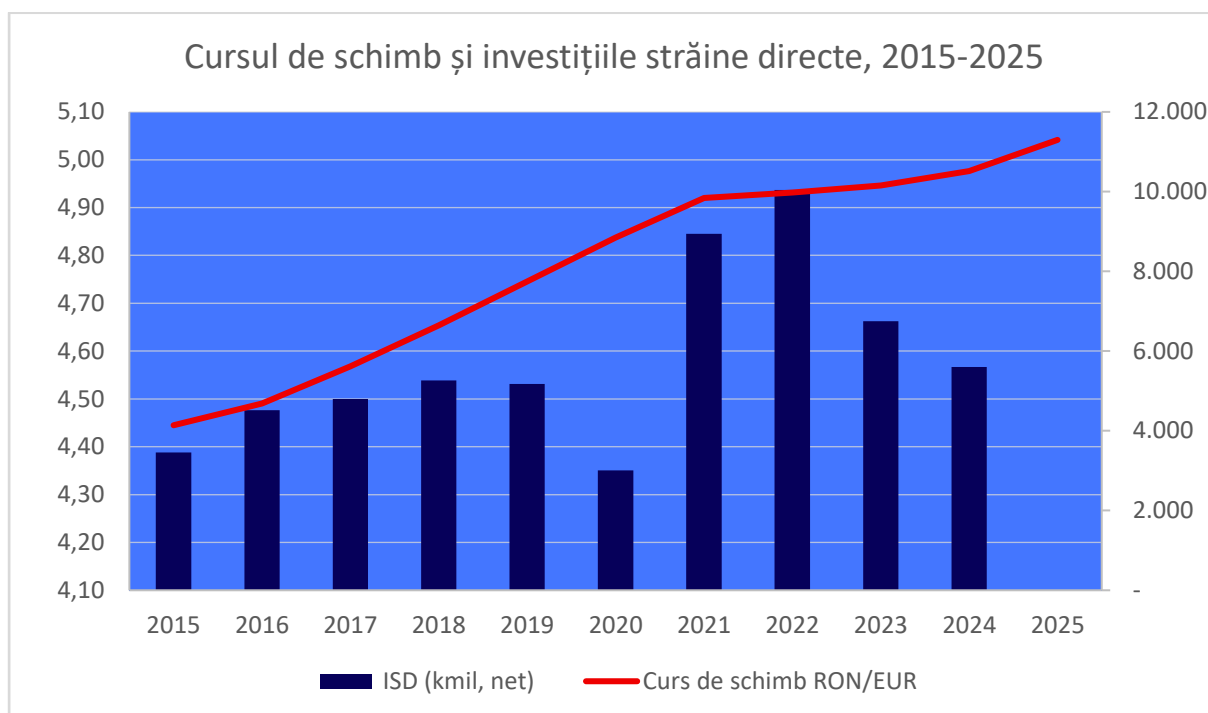
Principalul factor care face ca această relație să funcționeze, iar evoluția ratelor de dobândă să fie puternic corelată cu variația cursului de schimb, este libertatea de circulație a capitalului (care este una dintre libertățile fundamentale ale Uniunii Europene).

Unul dintre modelele larg utilizate în acest context este modelul Mundell–Fleming (Robert A. Mundell, „Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1963, și J. Marcus Fleming, „Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates”, *IMF Staff Papers*, 1962).

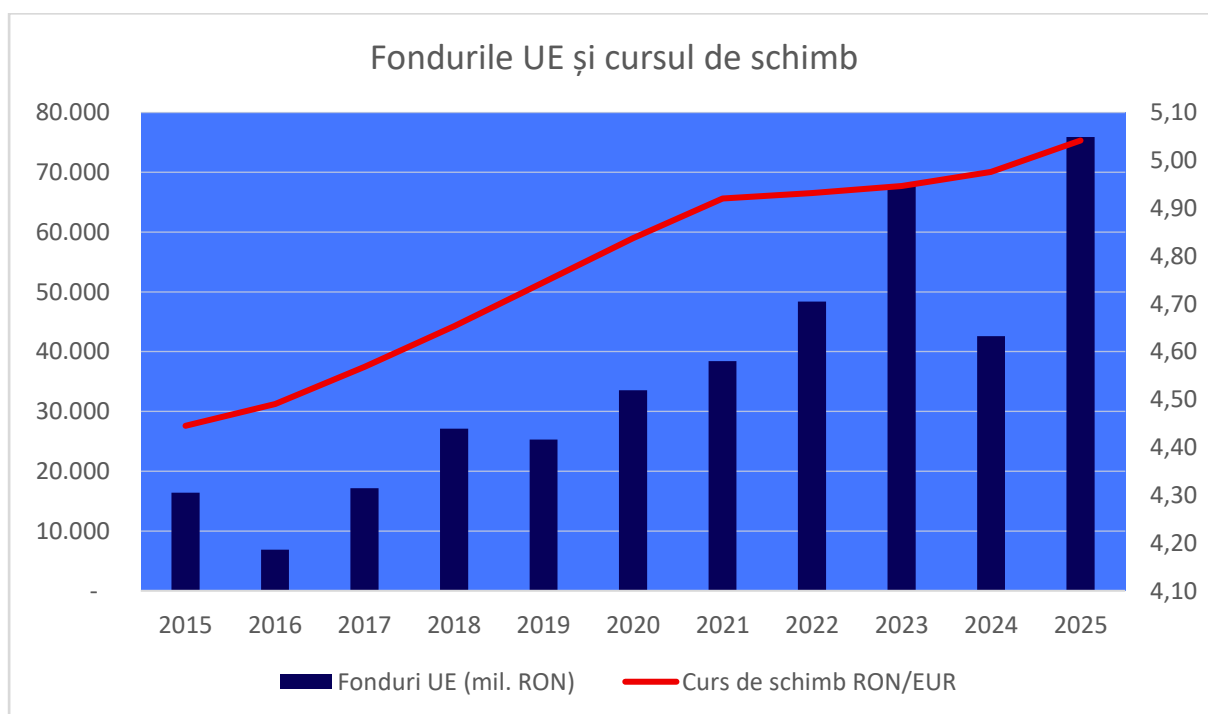
Prin urmare, trebuie să existe un compromis între trei obiective: curs de schimb, rate de dobândă și mobilitatea capitalurilor (care este garantată de Tratatul Uniunii Europene). Deci, în final, compromisul este, în cazul României, doar între ratele de dobândă și evoluția cursului de schimb.

Astfel, **trinitatea imposibilă** sau trilema politicii monetare arată că o economie deschisă nu poate avea simultan toate cele trei obiective: curs de schimb stabil, liberă circulație a capitalurilor și politică monetară (adică rate de dobândă) independentă. O țară poate alege cel mult două dintre acestea. De exemplu, dacă o economie permite circulația liberă a capitalurilor și încearcă să stabilizeze puternic cursul de schimb, banca centrală pierde o parte importantă din autonomia politicii monetare, deoarece ratele interne ale dobânzii trebuie să rămână compatibile cu cele externe pentru a evita intrări sau ieșiri masive de capital. Invers, dacă banca centrală dorește să folosească independent rata dobânzii pentru a controla inflația și economia are cont de capital deschis, atunci cursul trebuie să fie suficient de flexibil pentru a absorbi diferențialele de dobândă, inflație și risc. În cazul României, acest cadru este relevant deoarece BNR urmărește o politică monetară orientată spre stabilitatea prețurilor, într-un regim de curs flexibil controlat, cu un grad ridicat de mobilitate a capitalurilor. De aceea, stabilitatea cursului poate fi susținută doar în anumite limite de autonomie a ratei de dobândă.

## Investițiile străine și fondurile europene atrase



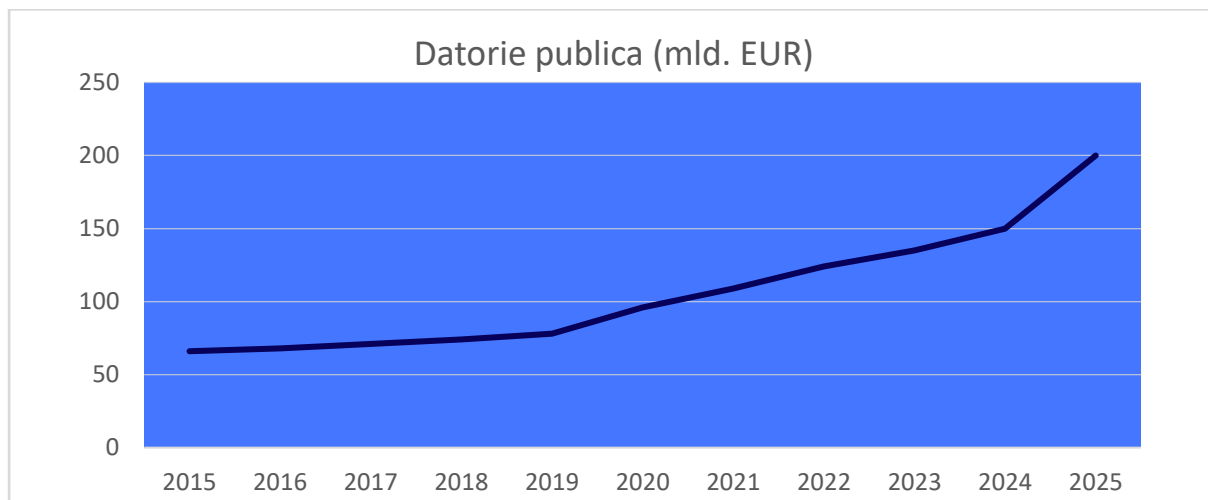
Tot la categoria investiții străine sau altfel spus, **valută care intră în țară**, putem considera și fondurile europene. Situația absorbției de fonduri europene, conform datelor oficiale privind veniturile la bugetul de stat din surse UE, arată de asemenea evoluția intrărilor de valută din această sursă:



## Datoria publică

La sfârșitul lunii februarie 2026, datoria externă totală a României era de 229,9 miliarde euro, din care datoria guvernamentală s-a situat la aproximativ 225 miliarde euro, sau 59,3% din Produsul Intern Brut (PIB).

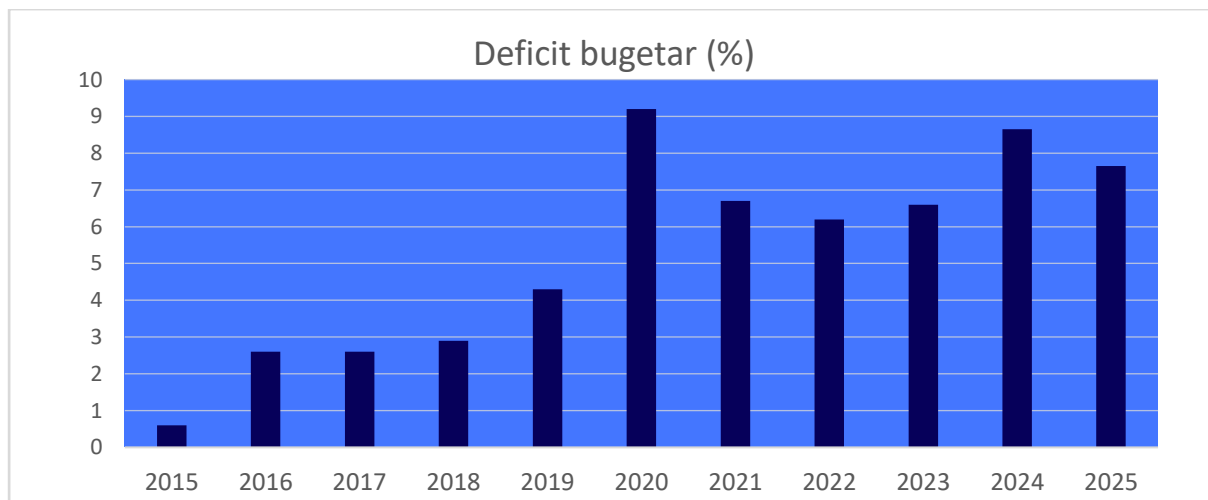
Pentru investitorii străini care cumpără datorie denominată în lei sunt importante atât rata de dobândă, cât și anticipațiile de evoluție a cursului de schimb. De asemenea, datoria publică în valută influențează cursul de schimb. Atunci când sunt făcute rambursări la plata datoriei, acestea fie scad rezervele valutare deținute de BNR, fie valuta respectivă trebuie cumpărată de pe piață, așadar afectează cererea de valută de pe piață și implicit cursul de schimb al leului.



## Deficitul bugetar

Deficitul bugetar influențează, de asemenea, cursul de schimb și ratele de dobândă, deoarece afectează prima de risc a țării și trebuie finanțat prin împrumuturi de la investitori români, dar și străini.

Un stat îndatorat prezintă un risc de credit mai mare, deci va plăti dobânzi mai mari pentru a-și finanța deficitul bugetar. O primă de risc mai mare conduce și la deprecierea monedei locale, dar și la dobânzi mai mari pe piață.



## Crizele externe

Războiul din Ucraina și războiul din Iran au avut un impact important asupra prețurilor la energie, un contributor decisiv la inflație. Crizele externe generează aversiune globală la risc și implicit majorarea primelor de risc.

Cu cât o țară este considerată de investitori mai riscantă, cu atât va fi afectată mai puternic de crizele globale. Un exemplu recent este izbucnirea războiului din Iran, care a generat o aversiune la risc puternică pe piețele internaționale.

În cazul țărilor Uniunii Europene, cele mai afectate de această aversiune la risc au fost România și Ungaria – țările care au cele mai reduse niveluri de rating din Uniunea Europeană, datorită dezechilibrelor macroeconomice pe care le înregistrează. Aceste țări au înregistrat cele mai mari creșteri ale costurilor de finanțare ale guvernelor pe acest episod de aversiune la risc. De asemenea, țările din estul Europei (fie membre sau aspirante la statutul de membru UE) sunt și cele în care inflația a crescut cel mai rapid, punând presiune pe cursul de schimb și pe ratele de dobândă.

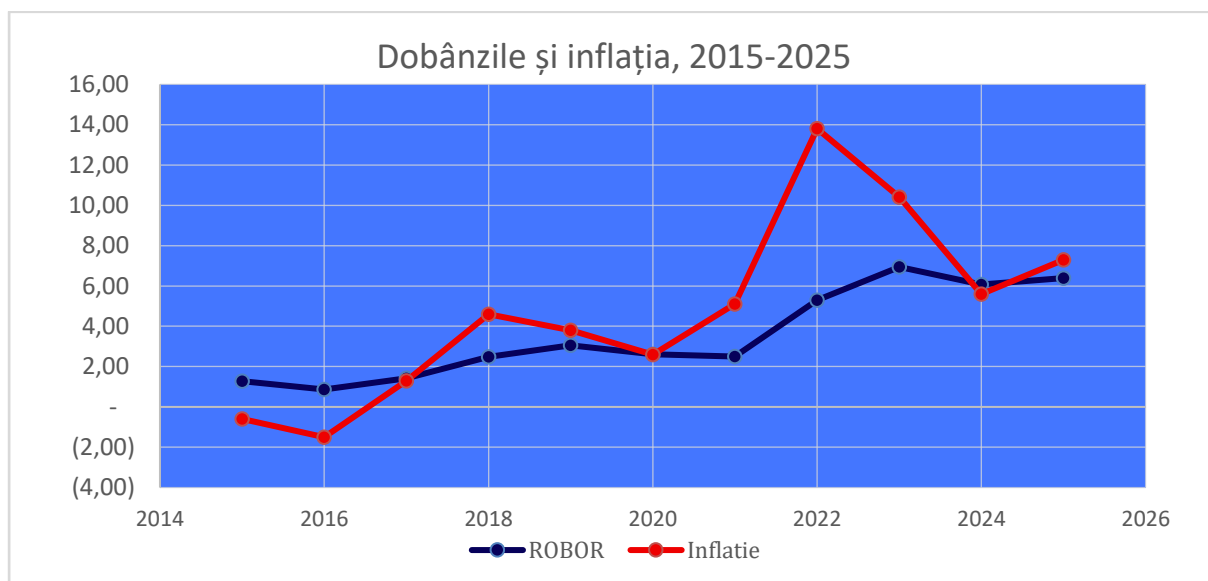
În general, când se întâmplă un eveniment negativ important la nivel global, investitorii se uită mult mai atent la portofoliile lor de investiții, iar primele investiții la care renunță sunt cele considerate cele mai riscante sau cer rate de dobândă mai ridicate pentru a finanța datoriile din aceste țări.

## Deciziile BNR

În general, deciziile de politică monetară ale BNR au favorizat stabilitatea cursului de schimb, pentru a proteja o parte a populației care este vulnerabilă la evoluția acestuia.

În perioada 2015–2025, economia României a trecut de la stabilitate, prin diverse episoade de criză (criza COVID, criza energetică, războiul din Ucraina), și apoi spre ajustare. Dobânzile au fost principalul instrument de intervenție pe piață al BNR în această perioadă.

Cursul de schimb a fost relativ stabil, dar cu o tendință clară de depreciere, iar inflația a fost factorul dominant în economie după anul 2021. Dobânzile de pe piața interbancară au fost mai puțin volatile în această perioadă decât inflația.

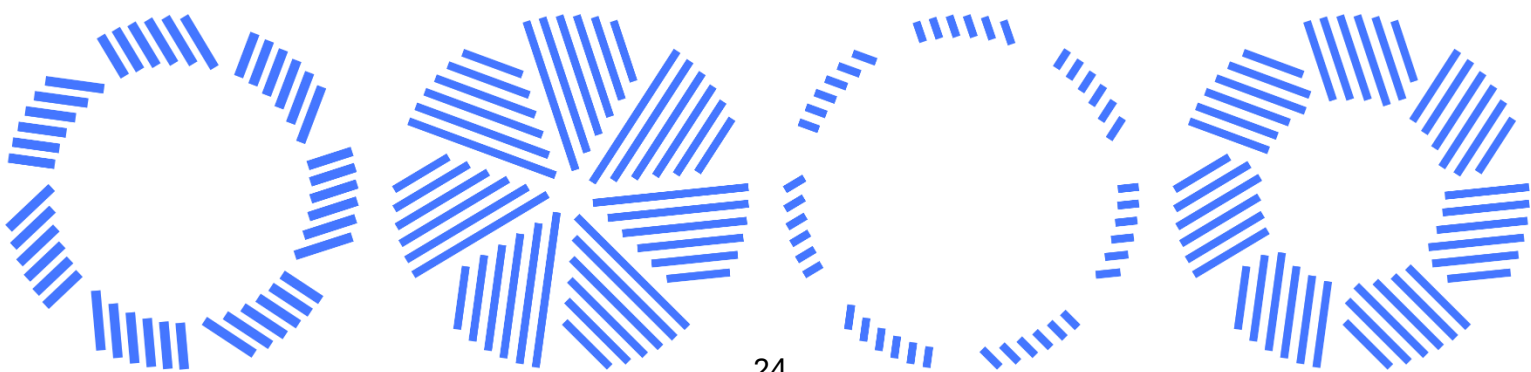


## 07 CONCLUZIE

Privind retrospectiv evoluția dobânzilor interbancare în perioada 2015–2025, putem afirma că majorarea dobânzilor nu a fost un fenomen izolat sau anormal, ci consecința logică a unor factori obiectivi și măsurabili care au avut loc în economie:

- un dezechilibru macroeconomic tot mai pronunțat, manifestat prin acumularea de deficite bugetare, deficite de cont curent, creșterea datoriei publice și o creștere economică aflată pe o pantă descendentă;
- un șoc inflaționist global resimțit mai acut în UE, declanșat de creșterea prețurilor energiei ca urmare a ieșirii din pandemia de COVID și a războiului din Ucraina;
- gestionarea necorespunzătoare la nivel local a liberalizării prețului la gazele naturale;
- o reacție a politicii monetare prin majorarea ratei de referință de la 1,25% la un maxim de 7% și un nivel actual de 6,5%, în scopul de a diminua tendințele inflaționiste;
- o ajustare în sus a anticipațiilor inflaționiste ale participanților la piață, ținând cont de condițiile interne și internaționale;
- o reșezare a primei de risc a României într-un context economic și politic intern tot mai instabil în ultimii ani, precum și unul geopolitic deteriorat.

Fiecare dintre aceste forțe a împins, prin canale economice bine documentate, dobânzile și volatilitatea acestora în sus, pe baza unor așteptări tot mai negative privind evoluțiile viitoare.



## AUTORII STUDIULUI

### **Alexandra Smedoiu, CFA – Coordonator Studiu Vicepreședinte al Asociației CFA România**

Alexandra Smedoiu este Partener în cadrul Deloitte, având o experiență de peste 20 de ani pe piețele de capital. Ea deține titlul CFA® din 2011 și un Doctorat în Economie, cu specializarea în politici fiscale publice. De-a lungul carierei sale, Alexandra a fost implicată în structurarea și implementarea unor tranzacții complexe, în domenii precum fuziuni și achiziții, restructurări financiare și consultanță strategică. Ea a contribuit la dezvoltarea și îmbunătățirea legislației fiscale din România, având un impact semnificativ asupra creșterii transparenței și eficienței pieței financiare.

Alexandra Smedoiu este membră a ACCA (Association of Chartered Certified Accountants), a Camerei Consultanților Fiscali din România și a Chartered Institute of Taxation din Marea Britanie, ceea ce reflectă angajamentul său față de standardele înalte ale profesiei sale. De asemenea, ca Vicepreședinte al Asociației CFA România, Alexandra promovează educația continuă și dezvoltarea profesională în domeniul financiar, susținând standardele etice și profesionale ale industriei.

### **Dragoș Cabat, CFA Membru Consiliul Director, Asociația CFA România**

Dragoș Cabat are o experiență în domeniul financiar de 30 de ani și este în prezent business consultant și fondator la Cabat-Pah Investments. A lucrat în investment banking ca director de analiză, apoi în bănci comerciale ca director de sucursală, trainer, economist șef și director de risc, în cadrul băncilor Unicredit, OTP și Citi. Dragoș Cabat este fondator al portalului RisCo.

A suținut programe de training în domeniul analizei financiare și modelelor de afaceri pentru profesioniști din bănci și firme multinaționale. A publicat numeroase articole în presa scrisă din România și străinătate, are frecvente apariții TV și interviuri radio pe diverse teme economice.

Dragoș deține un MBA din anul 1995 (Canadian MBA Program în România) și a obținut titlul CFA® în anul 2000. În domeniul ESG, a obținut certificatul ESG Investing (CFA Institute), Leading Sustainable Corporations Programme (Said Business School, University of Oxford) și The Wealth Economy (Cambridge).

A fost Președinte, Vicepreședinte sau membru al boardului Asociația CFA România începând cu anul 2001 și membru în Comitetul Indicilor al Bursei de Valori din București în perioada 2007-2014.

## CONTRIBUTOR

### **Florentina Almăjanu - Director General, Asociația CFA România**

Florentina Almăjanu are peste 30 de ani de experiență în conducerea și reprezentarea asociațiilor profesionale din domeniul financiar. De-a lungul carierei, a coordonat campanii de comunicare instituțională, contribuind semnificativ la consolidarea dialogului dintre sectorul financiar și autoritățile publice. În prezent, este Director General al Asociației CFA România, poziție pe care o ocupă de peste 18 ani, după ce a condus timp de două decenii Uniunea Națională a Societăților de Asigurare și Reasigurare din România (UNRAR). Este absolventă a Institutului Politehnic București, Facultatea de Energetică, specializarea energetică nucleară, și deține un master în Finanțe și Asigurări, obținut la FABBV din cadrul ASE București. A beneficiat de o bursă internațională la University of Wisconsin – La Crosse și și-a perfecționat abilitățile de comunicare și reprezentare prin cursuri la UNATC și Royal Academy of Dramatic Art – RADA for Business.

Termeni și condiții: nici una dintre informațiile prezentate în cadrul acestui material nu trebuie interpretată ca o invitație sau recomandare de a achiziționa sau de a dispune de orice produs, sau de a vă angaja în orice altă tranzacție, sau consiliere în domeniul investițiilor, în domeniul juridic sau în oricare alt domeniu. Informația care se regăsește în cadrul acestui material este prezentată numai în scop informativ. Informația prezentată este foarte generală și este posibil să nu fie relevantă în cazuri individuale concrete. Asociația CFA România nu da o garanție asupra gradului de corectitudine și complexitate a informațiilor prezentate în acest material.

