

### **Caseta 7. Conduita politicilor monetare ale băncilor centrale majore și ale celor din regiune în anul 2020**

Confruntate cu perspectiva unei crize economice fără precedent, dar și cu o amplă creștere a volatilității pe piața financiară internațională, băncile centrale din statele dezvoltate și cele din regiune au răspuns deosebit de prompt și puternic la declanșarea pandemiei COVID-19, utilizând întregul arsenal de instrumente de politică monetară, în scopul atenuării impactului economic advers al acesteia, precum și în vederea funcționării line a piețelor financiare și a susținerii fluxului de credite către economia reală. Prin urmare, pe lângă scăderi ample și/sau succesive ale ratelor dobânzilor și furnizarea de lichiditate prin instrumente consacrate, reacția băncilor centrale, decisă inclusiv în regim de urgență, a inclus apelarea pe scară largă – în unele cazuri, chiar în premieră –, la instrumente neconvenționale de politică monetară, precum cumpărarea de active financiare și acordarea de credite pe termen lung instituțiilor de credit.

Banca Centrală Europeană a reacționat rapid la izbucnirea crizei pandemice, adoptând în ședința din 12 martie un pachet de măsuri menit să prezerve lichiditatea amplă din sistemul bancar și să protejeze fluxul de credit către sectorul real, dar și să păstreze caracterul acomodativ al politicii monetare prin evitarea unei înăspriri prociclice a condițiilor de finanțare din economie. În acest context, s-a decis: (i) efectuarea de operațiuni suplimentare de refinanțare pe termen lung (LTRO) la o rată a dobânzii egală cu rata dobânzii la facilitatea de depozit, (ii) relaxarea condițiilor aplicate operațiunilor țintite de refinanțare pe termen mai lung (TLTRO III) aflate în derulare în perioada iunie 2020 – iunie 2021, prin reducerea ratei dobânzii aferente acestora cu 0,25 puncte procentuale<sup>1</sup> și creșterea volumului maxim total pe care contrapartidele au dreptul să îl împrumute, precum și (iii) suplimentarea programului de achiziții de active financiare (*Asset Purchase Programme* – APP) cu 120 miliarde euro până la finalul anului.

Data fiind înrăutățirea abruptă a evoluțiilor economice, dar mai cu seamă a celor de pe piața financiară ulterior ședinței din 12 martie, Consiliul guvernatorilor a adoptat la scurt timp (în data de 18 martie) un nou pachet de măsuri, având ca scop contracararea riscurilor induse de șocul pandemic la adresa perspectivei creșterii economice, a mecanismului de transmisie monetară și, în final, a obiectivului fundamental privind stabilitatea prețurilor. Astfel, banca centrală a lansat un program temporar de cumpărări de active – *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) – în valoare de 750 miliarde euro, care urma să se deruleze până la finalul anului, a extins categoriile de active eligibile pentru programul *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), prin includerea de titluri de natura datoriei pe termen scurt emise de companii nefinanciare, și a relaxat cadrul colateralului prin acceptarea de creanțe asupra sectorului corporativ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Aceasta putând coborî, în anumite condiții, la un nivel inferior cu 0,25 puncte procentuale ratei dobânzii la facilitatea de depozit din perioada de derulare a programului (la momentul deciziei, rata dobânzii la facilitatea de depozit se situa la -0,50 la sută).

<sup>2</sup> Acest pachet a fost complementat de o serie de decizii adoptate în luna aprilie, vizând relaxarea cadrului privind colateralul și având ca scop ameliorarea condițiilor de finanțare a economiei zonei euro.

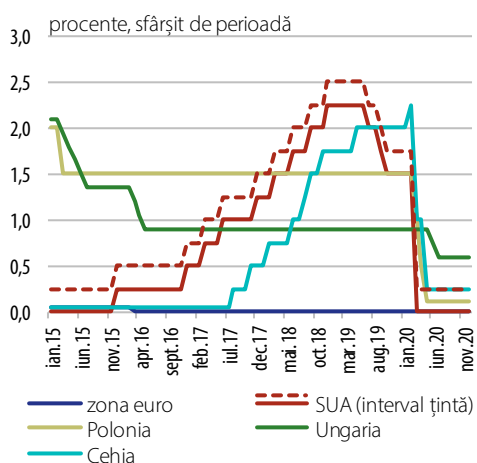
**Tabel A.** Evoluții macroeconomice și conduita politicii monetare în țări dezvoltate și din regiune

	Ținta/ obiectivul de inflație <sup>bc</sup>	Rata anuală a inflației						Rata dobânzii de politică monetară <sup>bc</sup>		Gap-ul PIB <sup>bc</sup>	Soldul bugetului consolidat, % din PIB <sup>**</sup>				Soldul contului curent, % din PIB			
		2020 (medie)	2020 (sf. per.)	Proiecție <sup>*bc</sup>				dec. 2019	dec. 2020		2019	2020	Proiecție <sup>*</sup>		2019	2020	Proiecție <sup>*</sup>	
				2021 (medie)	2022 (medie)	T4 2021	T4 2022						2021	2022			2021	2022
Zona euro	sub, dar aproape de 2 la sută	0,3 <sup>a</sup>	-0,3 <sup>e</sup>	1,0	1,1	1,5	1,2	0	0	negativ și în restrângere	-0,6 <sup>a</sup>	-7,2	-6,4 <sup>d</sup>	-4,7 <sup>d</sup>	2,3 <sup>d</sup>	2,2	2,1 <sup>c</sup>	1,9 <sup>e</sup>
SUA	2 la sută	1,2 <sup>f</sup>	1,2 <sup>f</sup>	1,8	1,9	-	-	1,50-1,75	0,00-0,25	negativ și în restrângere	-4,6 <sup>g</sup>	-14,9	-8,6 <sup>g</sup>	-6,1 <sup>g</sup>	-2,2 <sup>d</sup>	-3,1	-3,4 <sup>d</sup>	-3,4 <sup>d</sup>
Polonia	2,5 la sută ±1 pp	3,4 <sup>e</sup>	2,4 <sup>e</sup>	2,6	2,7	2,6	3,1	1,5	0,1	negativ și în restrângere	-0,7 <sup>a</sup>	-7,0 <sup>a</sup>	-4,2 <sup>d</sup>	-3,0 <sup>d</sup>	0,5 <sup>a</sup>	3,6	1,5 <sup>d</sup>	1,1 <sup>d</sup>
Ungaria	3 la sută ±1 pp	3,3 <sup>e</sup>	2,7 <sup>e</sup>	3,5-3,6	2,9-3,0	-	-	0,9	0,6	negativ și în restrângere	-2,1 <sup>a</sup>	-8,1 <sup>a</sup>	(-6,5)-(-6,0) <sup>b</sup>	(-4,0)-(-3,0) <sup>b</sup>	-0,4 <sup>a</sup>	0,1	(-0,4)-(-0,2) <sup>b</sup>	(-0,3)-(-0,1) <sup>b</sup>
Cehia	2 la sută ±1 pp	3,2 <sup>e</sup>	2,3 <sup>e</sup>	2,3	2,0	2,2	2,0	2,00	0,25	negativ și în restrângere	0,3 <sup>a</sup>	-6,2	-4,9 <sup>b</sup>	-4,3 <sup>b</sup>	0,3 <sup>a</sup>	3,6	0,4 <sup>b</sup>	0,3 <sup>b</sup>

\*) valorile prognozate corespund ultimelor proiecții realizate de băncile centrale în anul 2020, respectiv proiecției Comisiei Europene din toamna 2020

\*\*) cu excepția SUA, deficitul bugetar este calculat conform metodologiei SEC 2010

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



Sursa: bănci centrale naționale

**Grafic A**

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

La rândul său, Federal Reserve a redus abrupt în prima parte a lunii martie intervalul *federal funds rate*, coborându-l în doi pași consecuți la 0,00-0,25 la sută, de la 1,50-1,75 la sută (Tabel A; Grafic A). Adicional, Fed a majorat în data de 15 martie plafoanele deținerilor de titluri de stat și de obligațiuni ipotecare (cu cel puțin 500 miliarde dolari SUA, respectiv cu 200 miliarde dolari SUA), iar în săptămâna următoare le-a eliminat complet, angajându-se să efectueze achiziții în volumele necesare funcționării fluente a pieței financiare și transmisiei eficiente a măsurilor de politică monetară asupra condițiilor financiare. În același timp, banca centrală a anunțat creșterea volumului operațiunilor de furnizare de lichiditate ON și al celor la termen și a introdus noi facilități de creditare, cu un plafon total în valoare de 300 miliarde dolari SUA<sup>3</sup>. De asemenea, la începutul lunii aprilie, Fed a lansat o serie de programe de cumpărări de active<sup>4</sup>, precum și o facilități de lichiditate pentru state și municipalități (*Municipal Liquidity Facility*), în valoare de până la 500 miliarde dolari SUA, destinată gestionării constrângerilor de lichiditate

<sup>3</sup> Astfel, în vederea susținerii marilor companii, urmau a fi achiziționate obligațiuni corporative atât de pe piața primară, prin intermediul programului *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF), cât și de pe piața secundară, prin facilitățile *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF). Pentru gospodării și firme, urma a fi relansat programul *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), ce încurajează emisiunea de instrumente financiare garantate de o gamă largă de împrumuturi, în timp ce sprijinirea fondurilor mutuale, respectiv a firmelor și municipalităților urma a se realiza prin extinderea programelor *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMLF) și *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). În plus, Fed a anunțat introducerea unui nou program având ca scop facilitarea accesului la creditare a întreprinderilor mici și mijlocii, *Main Street Business Lending Program*.

<sup>4</sup> *Small Business Administration's Paycheck Protection Program* (PPP), prin care se acordau împrumuturi instituțiilor financiare participante; *Main Street Lending Program* (MSLP), pentru cumpărarea de credite IMM în valoare de până la 600 miliarde dolari SUA, în vederea asigurării fluxului de credite către aceste entități.

generate de pandemia de coronavirus, majorând, totodată, la 850 miliarde dolari SUA volumul unor programe introduse în martie<sup>5</sup>.

În regiune, Banca Națională a Poloniei a efectuat în intervalul martie-mai trei tăieri ale ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind astfel redusă la nivelul minim istoric de 0,10 la sută, de la 1,50 la sută. Concomitent, ratele dobânzilor aferente facilităților permanente au fost coborâte la 0 la sută în cazul celei de depozit, respectiv 0,50 la sută în cazul celei de creditare. De asemenea, banca centrală a decis furnizarea de lichiditate instituțiilor de credit prin intermediul operațiunilor *repo*, refinanțarea creditelor acordate de instituțiile de credit sectorului nefinanciar, precum și achiziționarea de titluri emise/garantate de stat de pe piața secundară. Totodată, rata rezervelor minime obligatorii ale instituțiilor de credit a fost redusă cu 3 puncte procentuale, până la nivelul de 0,5 la sută.

Banca Națională a Cehiei a redus, de asemenea, în trei pași rata dobânzii de politică monetară în perioada martie-mai, până la 0,25 la sută, de la 2,25 la sută; rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost astfel coborâtă la 0,05 la sută, iar cea aferentă facilității de creditare la 1,00 la sută. În același timp, banca centrală a mărit frecvența licitațiilor pentru operațiuni *repo* cu maturitate de 2 săptămâni destinate furnizării de lichiditate<sup>6</sup>, a introdus operațiuni de furnizare a lichidității cu maturitatea de 3 luni și a extins gama de colateral eligibil prin includerea obligațiunilor ipotecare. Totodată, statutul băncii centrale a fost modificat pentru a permite, pentru o perioadă determinată<sup>7</sup>, furnizarea de lichiditate pe termen scurt instituțiilor financiare nebancale. Toate aceste măsuri au avut însă un caracter preventiv, recursul contrapartidelor la aceste instrumente fiind practic inexistent.

În cazul Băncii Naționale a Ungariei, adecvarea conduitei politicii monetare în perioada imediat ulterioară șocului pandemic (martie-mai) s-a realizat prin menținerea ratelor dobânzilor reprezentative la nivelurile în vigoare (0,90 la sută în cazul ratei dobânzii de politică monetară, respectiv -0,05 la sută în cazul celei aferente facilității de depozit), precum și prin adoptarea unor măsuri vizând furnizarea de lichiditate în forinți și în euro instituțiilor de credit<sup>8</sup> și cumpărarea de titluri de stat de pe piața secundară, alături de achiziționarea de obligațiuni ipotecare de pe piața primară și cea secundară. În luna aprilie, banca centrală a decis însă imprimarea unui caracter simetric coridorului ratelor dobânzilor ( $\pm 0,95$  puncte procentuale în jurul ratei dobânzii de politică monetară), majorând la 1,85 la sută ratele dobânzilor la facilitățile de creditare ON și 1W (de la 0,90 la sută), cu implicații asupra randamentelor pieței monetare interbancale.

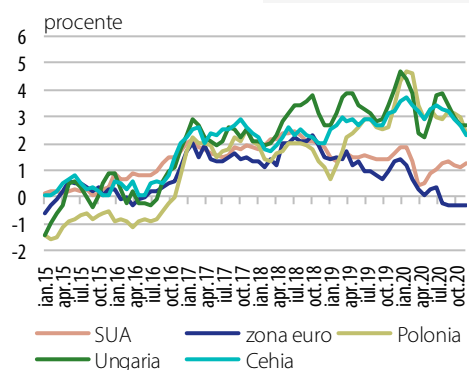
<sup>5</sup> PMCCF, SMCCF și TALF.

<sup>6</sup> Banca centrală a organizat astfel de licitații de trei ori pe săptămână, față de o frecvență săptămânală anterior.

<sup>7</sup> Până la finele anului 2021.

<sup>8</sup> Extinderea gamei de colateral eligibil pentru operațiunile de politică monetară, derularea zilnică de licitații FX *swap* cu scadența 1W, suplimentarea licitațiilor săptămânale pentru operațiuni cu scadențe cuprinse între 1 lună și 12 luni, introducerea unui instrument de creditare la rată fixă a dobânzii și alocare integrală, cu maturități de 3, 6 și 12 luni, respectiv 3 și 5 ani, oferirea de acces fondurilor deschise de investiții rezidente la operațiunile de creditare cu maturități de 3-12 luni, renunțarea începând din trimestrul II 2020 la stabilirea unor niveluri-țintă ale lichidității drenate prin intermediul instrumentelor de politică monetară, exonerarea tuturor instituțiilor de credit eligibile de la constituirea RMO începând cu perioada de aplicare luna martie.

**Grafic B**  
Ratele anuale ale inflației în  
zona euro, SUA și statele din regiune



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

Sursa: Eurostat, institute naționale de statistică, FRED

Ulterior acestor decizii, s-au conturat tot mai clar evidențele unei contracții economice fără precedent în trimestrul II, după o drastică slăbire a activității economice în lunile anterioare, sub impactul advers major al pandemiei de

coronavirus și al măsurilor restrictive menite să o limiteze.

În același timp, rata anuală a inflației a cunoscut o scădere generalizată (Grafic B), în principal pe fondul declinului prețului petrolului, în timp ce rata șomajului a urcat brusc în SUA, dar mai lent în zona euro și în statele din regiune, datorită sprijinului guvernamental vizând păstrarea relațiilor de muncă. Totodată, spre finele semestrului I, previziunile băncilor centrale privind nivelul activității economice și evoluția inflației au fost substanțial revizuite în sens descendent pe întregul orizont de prognoză, recuperarea declinului economic, care urma să înceapă în semestrul II, anticipându-se a fi graduală.

În aceste condiții, la mijlocul anului 2020, BCE și Fed au crescut gradul de acomodare a politicii monetare. Astfel,

Consiliul guvernatorilor a hotărât în ședința din luna iunie majorarea volumului achizițiilor de active financiare din cadrul programului PEPP la 1 350 miliarde euro, concomitent cu prelungirea perioadei de derulare a acestuia cel puțin până la sfârșitul lunii iunie 2021, precum și reinvestirea principalului corespunzător titlurilor ajunse la scadență cel puțin până la finele anului 2022. În aceeași lună, Fed a majorat volumele achizițiilor de titluri de stat și de obligațiuni ipotecare, în vederea susținerii funcționării fluente a pieței financiare și a consolidării mecanismului de transmisie a politicii monetare. Totodată, banca centrală a hotărât extinderea gamei de entități eligibile pentru programul *Municipal Liquidity Facility* (MLF), relaxarea condițiilor programului *Main Street Lending Program* (MSLP), în vederea facilitării accesului la finanțare a IMM, precum și extinderea duratei programului *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) până la finele lunii decembrie 2020 (anterior, septembrie 2020), care împreună cu programul *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) atingeau valoarea totală de 750 miliarde dolari SUA<sup>9</sup>.

În plan regional, deciziile băncilor centrale au avut totuși un caracter mixt. Astfel, autoritatea monetară din Polonia și cea din Cehia au decis în ședințele din iunie menținerea neschimbată a ratelor dobânzii de politică monetară și a ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, în timp ce Banca Națională a Ungariei a redus în intervalul iunie-iulie rata dobânzii de politică monetară, în doi pași, până la 0,60 la sută, de la 0,90 la sută, păstrând însă constantă rata dobânzii la facilitatea de depozit la -0,05 la sută.

Datele statistice publicate ulterior, precum și evaluările băncilor centrale au evidențiat declinul economic sever provocat de pandemie în trimestrul II, dar și o revenire puternică, deși parțială, a economiilor în trimestrul următor, cu sprijinul politicii fiscale și al politicii monetare, și în contextul relaxării măsurilor restrictive.

<sup>9</sup> Programele erau destinate achiziționării de obligațiuni corporative de pe piața primară și de pe cea secundară.

Rata anuală a inflației din zona euro a coborât însă în august în teritoriul negativ, sub impactul scăderii prețurilor combustibililor și ale serviciilor, precum și pe fondul presiunilor inflaționiste reduse ale factorilor fundamentali, dar și ca efect al reducerii temporare a TVA în Germania. În plan regional, aceasta a fluctuat totuși în jumătatea superioară a intervalului țintei (Polonia, Ungaria) sau chiar deasupra acestuia (Cehia). Tendința de extindere la nivel global a celui de-al doilea val pandemic – cu un vârf anticipat în toamnă/iarnă –, alături de reinstituirea unor măsuri restrictive erau însă de natură să încetinească sau chiar să inverseze în perspectivă apropiată redresarea economică, implicând amânarea închiderii *gap*-ului negativ al PIB în toate economiile analizate, implicit a revenirii inflației în linie cu ținta în zona euro și SUA.

În acest context, în luna octombrie Consiliul guvernatorilor al BCE a anunțat că va recurge la o recalibrare corespunzătoare a instrumentelor politicii monetare în decembrie 2020, odată cu reevaluarea perspectivei economice, inclusiv pe baza prognozei macroeconomice actualizate. Datele și analizele de la finalul anului au indicat cantonarea în teritoriul negativ a ratei anuale a inflației din zona euro în ultimele luni din 2020 și stagnarea la o valoare marginal pozitivă a ratei anuale a inflației de bază, precum și o probabilă restrângere a activității economice în trimestrul IV, sub influența declinului din sectorul serviciilor, afectat de recrudescența pandemiei și de instituirea de noi restricții, mai puțin severe totuși decât cele din primăvară. S-au relevat de asemenea riscuri în sens descendent la adresa activității economice și a inflației, perspectiva acestora înrăutățindu-se față de proiecția din septembrie. Astfel, revenirea graduală a PIB la nivelul prepandemic se anticipa a avea loc doar spre jumătatea anului 2022, iar traiectoria așteptată a ratei anuale a inflației și cea a dinamicii componentei sale de bază au fost revizuite din nou în jos, implicând plasarea inflației sub nivelul țintei pe o perioadă mai îndelungată decât s-a previzionat anterior. În același timp, deși debutul campaniei de vaccinare era iminent, restricțiile de mobilitate în vigoare continuau să inducă riscuri la adresa economiei europene, chiar mai mari pe termen scurt decât se anticipase anterior, iar posibilitatea materializării unui *Brexit* neînsoțit de un acord comercial era la rândul ei importantă.

Pe acest fond, BCE a decis în ședința din 10 decembrie 2020 majorarea valorii programului PEPP cu 500 miliarde euro, până la 1 850 miliarde euro, concomitent cu prelungirea perioadei de derulare a acestuia cel puțin până la sfârșitul lunii martie 2022, precum și extinderea perioadei de reinvestire a principalului corespunzător titlurilor ajunse la scadență, cel puțin până la sfârșitul anului 2023, reducerea progresivă în viitor a portofoliului PEPP urmând a fi gestionată astfel încât să se evite o interferență cu *stance*-ul adecvat al politicii monetare. De asemenea, BCE a hotărât recalibrarea condițiilor aplicabile celei de-a treia serii de operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (TLTRO III)<sup>10</sup>. În același timp, măsurile de relaxare a cadrului privind colateralul au fost prelungite până în iunie

<sup>10</sup> Aceasta implica prelungirea cu 12 luni, până în iunie 2022, a perioadei în care se vor aplica condiții mai favorabile acestor operațiuni, derularea a trei operațiuni suplimentare cu maturitatea de 3 ani în perioada iunie-decembrie 2021, majorarea volumului maxim total pe care contrapartidele îl pot împrumuta în cadrul acestor operațiuni la 55 la sută (de la 50 la sută) din stocul de împrumuturi eligibile valabil la data de 28 februarie 2019. Pentru a stimula activitatea de creditare a băncilor, aceste condiții urmau a fi aplicate doar contrapartidelor care vor atinge un nou prag de performanță pentru creditare.

2022, în scopul ameliorării condițiilor de finanțare a economiei zonei euro, hotărându-se de asemenea și derularea suplimentară, în 2021, a încă patru operațiuni de refinanțare pe termen mai lung (*Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations – PELTRO*), în vederea asigurării funcționării fluente a pieței financiare. Totodată, s-a decis continuarea efectuării de achiziții nete de active financiare în cadrul programului APP, într-un ritm lunar de 20 miliarde euro, anticipându-se derularea acestora atât timp cât va fi necesar în vederea consolidării impactului acomodativ al ratelor dobânzilor și stoparea lor cu puțin timp înainte de a se iniția majorarea ratelor dobânzilor reprezentative ale BCE<sup>11</sup>.

Fed a menținut intervalul-țintă al *federal funds rate* la 0,00-0,25 la sută în a doua parte a anului 2020, reiterând, totodată, angajamentul de a continua majorarea deținerilor de titluri de stat și de obligațiuni ipotecare cel puțin în ritmul de până atunci, în vederea susținerii funcționării fluente a pieței financiare. Deciziile de politică monetară din acest interval au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației a început să urce în a doua jumătate a anului de la valorile mai joase atinse în primăvară, dar a rămas sub 2 la sută, iar nivelul țintei se anticipa fi depășit ușor începând din 2023, pe fondul păstrării caracterului acomodativ al politicii monetare.

În a doua parte a anului, Fed a finalizat evaluarea strategiei sale de politică monetară din perspectiva schimbărilor survenite în economie pe parcursul ultimului deceniu. Amplul proces, inițiat în anul 2019, s-a concretizat în redefinirea celor două obiective care formează mandatul dual al băncii centrale. Astfel, în contextul strategiei revizuite, nivelul maxim al ocupării este definit drept un obiectiv cuprinzător și incluziv, iar deciziile de politică monetară au ca fundament evaluările privind deviațiile negative ale ocupării forței de muncă față de nivelul său maxim (în locul abaterilor în ambele sensuri, ce caracterizau abordarea precedentă). În cazul stabilității prețurilor, nivelul de 2 la sută al obiectivului cantitativ pe termen mai lung a fost păstrat, dar s-a modificat maniera de îndeplinire a acestuia, banca centrală vizând acum o valoare medie de 2 la sută a ratei inflației de-a lungul timpului. Corespunzător acestei abordări, în perioadele ulterioare celor în care rata anuală a inflației se plasează persistent sub 2 la sută, politica monetară adecvată va urmări probabil ca inflația să depășească moderat această valoare un anumit interval de timp (*flexible average inflation targeting*).

Pe plan regional, banca centrală a Cehiei a menținut neschimbată rata dobânzii de politică monetară în semestrul II, în condițiile în care rata anuală a inflației era anticipată să coboare în interiorul intervalului țintei la începutul anului 2021, iar apoi să se plaseze în linie cu punctul central al țintei până la finele orizontului de prognoză, inclusiv pe fondul unor efecte de bază. În același timp, recrudescența pandemiei acționa în sensul amânării refacerii mai consistente a activității economice, aceasta fiind anticipată să rămână sub nivelul pre-pandemic chiar și la finele anului 2022. Totodată, prognoza era grevată de incertitudini sporite, induse

<sup>11</sup> De asemenea, BCE a reiterat că va continua reinvestirea integrală a sumelor reprezentând principalul aferent titlurilor ajunse la scadență achiziționate în cadrul programului APP pe o perioadă extinsă după data la care va începe majorarea ratelor dobânzilor reprezentative și, în orice caz, atât timp cât va fi necesar pentru menținerea unor condiții favorabile ale lichidității și a unui grad ridicat de acomodare monetară.

mai cu seamă de cel de-al doilea val pandemic și de eventuala prelungire a măsurilor restrictive asociate.

Și Banca Națională a Poloniei a păstrat neschimbați parametrii instrumentelor politicii monetare în a doua parte a anului. Din perspectiva deciziilor adoptate, relevante au fost semnalele reintensificării pandemiei și potențialele implicații asupra redresării activității economice în trimestrul IV 2020, precum și perspectiva menținerii la valori negative a *gap*-ului PIB pe tot parcursul anului 2021. Totodată, rata anuală a inflației era așteptată să coboare în 2021 în apropierea punctului central al țintei – pe fondul efectelor dezinflaționiste ale cererii agregate, al unor efecte de bază și al probabilei creșteri a ofertei de anumite produse agricole –, după ce în 2020 aceasta a tins să rămână la valori relativ înalte, aflate în jumătatea superioară a intervalului de variație al țintei, sub influența creșterii costurilor operaționale ale companiilor în contextul pandemic, a majorărilor de prețuri administrate și a deprecierei zlotului.

La rândul său, Banca Națională a Ungariei a menținut neschimbate coordonatele politicii monetare în perioada august-decembrie, în condițiile în care rata anuală a inflației a avut un parcurs fluctuant în 2020, atingând limita superioară a intervalului țintei în lunile de vară, iar în trimestrul II 2021 era așteptată să urce în apropierea nivelului de 4 la sută, sub impactul unor factori exogeni (creșterea accizei la produsele din tutun și unele efecte de bază), dar să coboare ulterior la punctul central al țintei, pe fondul presiunilor dezinflaționiste asociate dinamicii moderate a cererii interne și a activității economice externe. Argumente importante ale deciziilor le-au constituit de asemenea întârzierea recuperării declinului economic cauzată de valul pandemic din toamnă-iarnă, împreună cu restricțiile asociate, precum și riscurile la adresa prognozei inflației venind din schimbările sentimentului investitorilor față de economiile emergente.