



**ȚINTIREA DIRECTĂ A INFLAȚIEI  
ÎN REPUBLICA CEHĂ, POLONIA ȘI UNGARIA:  
IMPLEMENTARE ȘI PERFORMANȚE**

**Autori:**

*Elena Iorga*

*Wilhelm Salater*

*Gina Pitulea*

*Cristina Cazacu*

*Carolina Oancea*

**2004**

ISBN 973-0-03481-8

## ***Notă***

***Opiniile prezentate în această lucrare sunt în întregime ale autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.***

***Tehnoredactarea a fost realizată de Direcția Studii și Publicații.***

***Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.***

# CUPRINS

<b>INTRODUCERE</b> .....	<b>5</b>
<b>I. REPUBLICA CEHĂ</b> .....	<b>6</b>
<b>I.1. Precondiții instituționale</b> .....	<b>6</b>
I.1.1. Prioritatea absolută a obiectivului de inflație .....	6
I.1.2. Independența băncii centrale .....	6
I.1.3. Armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale .....	7
I.1.4. Curs de schimb flexibil.....	10
I.1.5. Stabilitatea sistemului financiar .....	11
I.1.6. Instrumente eficace de politică monetară .....	12
I.1.7. Transparență și responsabilitate .....	13
<b>I.2. Cerințe tehnice</b> .....	<b>14</b>
I.2.1. Alegerea unui indice de prețuri adecvat .....	14
I.2.2. Stabilirea unui interval de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp .....	15
I.2.3. Definierea excepțiilor .....	16
I.2.4. Capacitatea băncii centrale de a prognoza inflația .....	16
<b>II. POLONIA</b> .....	<b>17</b>
<b>II.1. Precondiții instituționale</b> .....	<b>17</b>
II.1.1. Prioritatea absolută a obiectivului de inflație .....	17
II.1.2. Independența băncii centrale .....	17
II.1.3. Armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale .....	18
II.1.4. Curs de schimb flexibil.....	21
II.1.5. Stabilitatea sistemului financiar.....	21
II.1.6. Instrumente eficace de politică monetară .....	24
II.1.7. Transparență și responsabilitate.....	25
<b>II.2. Cerințe tehnice</b> .....	<b>26</b>
II.2.1. Alegerea unui indice de prețuri adecvat .....	26
II.2.2. Stabilirea intervalului de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp .....	26
II.2.3. Definierea excepțiilor .....	27
II.2.4. Capacitatea băncii centrale de a prognoza inflația .....	27

<b>III. UNGARIA.....</b>	<b>28</b>
<b>III.1. Precondiții instituționale.....</b>	<b>28</b>
III.1.1. Prioritatea obiectivului de inflație.....	28
III.1.2. Independența băncii centrale.....	28
III.1.3. Armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale.....	29
III.1.4. Curs de schimb flexibil.....	31
III.1.5. Stabilitatea sistemului financiar.....	34
III.1.6. Instrumente eficiente de politică monetară.....	35
III.1.7. Transparență și responsabilitate.....	36
<b>III.2. Cerințe tehnice.....</b>	<b>37</b>
III.2.1. Alegerea unui indice de prețuri adecvat.....	37
III.2.2. Stabilirea intervalului de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp.....	37
III.2.3. Definirea excepțiilor.....	38
III.2.4. Capacitatea băncii centrale de a prognoza inflația.....	38
<b>IV. CONCLUZII.....</b>	<b>39</b>
<b>BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ.....</b>	<b>42</b>
<b>ANEXE</b>	

## INTRODUCERE

În ultimii șapte ani, trei economii emergente din Europa Centrală – Republica Cehă (în 1998), Polonia (în 1999) și Ungaria (în 2001) – au adoptat regimuri de țintire directă a inflației. Lucrarea de față își propune să analizeze stadiul de îndeplinire în aceste țări a principalelor condiții pe care literatura de specialitate le consideră importante pentru implementarea cu succes a unui astfel de regim și să evalueze din această perspectivă rezultatele obținute în primii ani de funcționare a țintirii directe a inflației. Această abordare a fost aleasă pentru a fi evidențiate unele reperi și învățăminte utile în procesul de elaborare a cadrului de implementare a acestui regim de politică monetară în România și de stabilire a momentului optim pentru introducerea acestuia.

O atenție deosebită este acordată impactului pe care satisfacerea incompletă a unor cerințe de natură instituțională sau tehnică le-a exercitat în aceste țări asupra eficacității conducerii politicii monetare. Sunt avute în vedere nu doar performanțele în planul îndeplinirii țintelor numerice de inflație, ci și costurile pe care le-au presupus în termenii creșterii economice, ai nivelului ocupării forței de muncă sau ai situației balanței de plăți, costuri care ar fi putut fi mai reduse dacă *mix*-urile de politici economice nu ar fi fost deficitare din punct de vedere al coerenței, afectată în toate cele trei țări – pe perioade diferite și în proporții diferite – de relaxări ale politicilor fiscale și salariale.

Totodată, aranjamentele de curs de schimb utilizate în cele trei țări (flotare liberă în Polonia, flotare controlată în Republica Cehă, bandă de fluctuație de  $\pm 15$  la sută în Ungaria), care au exercitat o influență considerabilă asupra modului în care băncile centrale au gestionat mandatul antiinflaționist încredințat, sunt analizate pentru a se determina compatibilitatea lor cu strategia de țintire directă a inflației. Pe lângă implicațiile specifice ale fiecăruia dintre aceste aranjamente de curs de schimb, sunt reliefate și unele aspecte comune legate de inconsistența dintre obiectivul de inflație, pentru care răspunde banca centrală, și preferința pentru un interval de fluctuație a cursului de schimb considerat de autoritățile guvernamentale ca fiind adecvat pentru asigurarea unui nivel optim al competitivității externe.

# **I. REPUBLICA CEHĂ**

## **I.1. Precondiții instituționale**

### **I.1.1. Prioritatea absolută a obiectivului de inflație**

Prioritatea acordată stabilității prețurilor de către autoritățile cehe nu constituie doar o particularitate a perioadei de tranziție, ci are o tradiție îndelungată, Cehoslovacia fiind singura țară din Europa Centrală care a reușit să evite alunecarea în hiperinflație la începutul perioadei interbelice.

Faptul că obiectivul fundamental al politicii monetare îl reprezintă menținerea stabilității prețurilor este prevăzut atât de Constituția Republicii Cehe (printr-un amendament introdus în anul 2001), cât și de Statutul Băncii Naționale a Republicii Cehe (BNC), intrat în vigoare în ianuarie 1993 (articolul 2). BNC trebuie să acorde sprijin politicii economice generale a Guvernului, orientată către promovarea unei creșteri economice sustenabile, numai în măsura în care nu aduce astfel prejudicii îndeplinirii obiectivului său fundamental.

În secțiunea introductivă a primului raport asupra inflației, publicat în aprilie 1998, se arată că BNC va urmări îndeplinirea țintei sale de inflație chiar și în condiții mai puțin favorabile. În particular, în cazul unor abateri ale politicii veniturilor sau ale politicii fiscale de la parametrii proiectați, impactul inflaționist al acestora va fi contracarat prin înăsprirea politicii monetare; un astfel de *mix* de politici economice va fi eficace din perspectiva realizării obiectivului de inflație, însă va presupune costuri suplimentare în planul creșterii economice și al nivelului de ocupare a forței de muncă. Conștientizarea de către Guvern a acestor consecințe negative ale unei relaxări fiscale sau salariale face ca angajamentul deplin al BNC față de ținta de inflație să aibă un efect de disciplinare asupra acestor politici economice.

### **I.1.2. Independența băncii centrale**

Încă de la înființarea sa în ianuarie 1993 (după disoluția Cehoslovaciei), BNC a beneficiat de un grad ridicat de independență față de Guvern. Această independență are patru dimensiuni majore: personală, instituțională, operațională și financiară.

Independența personală este asigurată prin numirea celor șapte membri ai CA al BNC de către Președintele Republicii Cehe fără asistență guvernamentală și prin precizarea fără echivoc a motivelor care permit revocarea lor din funcție.

Independența instituțională este ridicată, conducerea autorității monetare neputând cere sau primi instrucțiuni de la alte autorități ale statului. O limitare a independenței instituționale apare în procesul de fundamentare a regimului de curs de schimb, pe care BNC îl stabilește după consultări cu Guvernul, însă în așa fel încât să nu fie periclitat obiectivul fundamental (conform articolului 35 din Statutul BNC).

Independența operațională constă în autonomia BNC privind stabilirea țintei de inflație și configurarea instrumentelor utilizate pentru îndeplinirea acesteia.

Independența financiară a BNC este asigurată, în linii mari, prin aprobarea bugetului instituției de către CA, prin independența auditorului extern și prin interdicția oricărei forme de finanțare directă a sectorului de stat, o limitare decurgând însă din implicarea Ministerului Finanțelor în selectarea auditorului extern.

În anul 2000 s-a consemnat o tentativă de restrângere a independenței băncii centrale. Un amendament la Statutul BNC, deși inițiat în scopul armonizării cu legislația care guvernează funcționarea BCE, a fost modificat ulterior, fiind adoptat de Parlament într-o formă care limita substanțial independența băncii centrale. Astfel, s-a introdus obligativitatea băncii centrale de a obține acordul Guvernului în ceea ce privește stabilirea țintei de inflație și a regimului de curs de schimb. Totodată, s-a restrâns competența decizională a CA al BNC doar asupra bugetului aferent activităților direct legate de îndeplinirea obiectivului fundamental, celelalte categorii de cheltuieli (inclusiv cele pentru investiții) ale băncii centrale urmând a fi supuse aprobării Parlamentului Republicii Cehe. Același amendament a prevăzut o revizuire a procedurii de desemnare a membrilor CA al BNC, aceștia urmând a fi numiți tot de către Președintele Republicii Cehe, însă la propunerea Guvernului.

Prevederile acestui amendament, intrat în vigoare în ianuarie 2001, au declanșat un val de reacții negative atât în rândul elitei economice cehe, cât și al unor importante instituții internaționale (Fondul Monetar Internațional, Comisia Europeană, Banca Centrală Europeană). După ce Curtea Constituțională a Republicii Cehe a hotărât că aceste prevederi sunt neconstituționale, aplicarea lor a fost suspendată începând cu luna august 2001, iar în mai 2002 a fost adoptat un nou amendament care a restabilit independența BNC.

### **I.1.3. Armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale**

Disciplina fiscală a fost remarcabilă în perioada 1993-1998, când deficitele bugetare s-au situat în fiecare an sub nivelul de 2 la sută din PIB (metodologie FMI/GFS). Nu au fost identificate simptome de dominanță fiscală, BNC putându-și utiliza cu eficacitate instrumentele de politică monetară pentru îndeplinirea obiectivului de inflație.

În anii următori însă, sistemul de priorități al politicii fiscale s-a schimbat considerabil. Opțiunea pentru o strategie de tip expansionist s-a făcut într-o perioadă în care operațiunile cvasifiscale și extrabugetare, impuse de restructurarea sistemului bancar sau finanțarea unor proiecte de investiții<sup>1</sup>, grevau evoluția principalilor indicatori bugetari, transformând finanțele publice într-un potențial factor de dezechilibru macroeconomic pe termen mediu (anexa 2). În aceste condiții, politica monetară a rămas principalul instrument de frânare a expansiunii cererii interne pe

---

<sup>1</sup> La finele anului 2002, funcționau nouă fonduri extrabugetare cu administrare separată, din care șapte aveau drept scop sprijinirea unor proiecte de investiții.

fondul influxurilor consistente de capital, impunând băncii centrale menținerea unei conduite prudente, în pofida câștigurilor în termeni de dezinflație obținute<sup>2</sup>.

Presiuni suplimentare asupra politicii monetare au venit din partea „datoriilor ascunse” (*hidden debt*) acumulate în afara sectorului guvernamental și provenind din restructurarea sectorului bancar sau din garantarea creditelor aferente unor companii de stat. Pe fondul preluării la buget a acestora, ponderea datoriei publice în PIB a crescut de la 14,5 la sută în 1999 la 19,5 la sută în 2002, estimările Ministerului Finanțelor (23 la sută în 2003 și respectiv 27,3 la sută în 2004) indicând drept probabilă menținerea acestei tendințe. Evoluțiile nefavorabile consemnate de principalii indicatori fiscali au responsabilizat Ministerul Finanțelor, acesta înaintând Guvernului, în 2003, un pachet de măsuri de reformă<sup>3</sup> care conținea avertismentul că perpetuarea actualei situații ar putea ridica deficitul bugetar la 8 la sută din PIB în 2005, iar volumul datoriei publice la 47,7 la sută din PIB în 2006. Una dintre coordonatele principale ale acestui program vizează elaborarea bugetului anual într-un plan fiscal pe trei ani, măsură menită să sprijine politica monetară, afectată în perioada anterioară de incertitudinea poziției fiscale și de absența unui scenariu al corecțiilor de prețuri.

Deoarece deficitele fiscale au fost finanțate din surse nemonetare (în principal venituri din privatizare) și la costuri rezonabile, nu au apărut elemente de dominanță fiscală (Jonáš și Mishkin, 2003). În aceeași notă, Matalik și Slavik (2003) evidențiază disocierea surselor de finanțare a deficitului bugetar de evoluțiile ratei dobânzii sau finanțarea sectorului privat, iar FMI (2001b) motivează absența referirilor la politica fiscală dintr-un capitol privind factorii determinanți ai inflației prin faptul că în Republica Cehă deficitele bugetare nu s-au evidențiat drept cauze ale inflației.

Strategia de privatizare promovată de autorități în perioada 1999-2002 a exercitat presiuni asupra politicii monetare prin efectele induse de aprecierea monedei naționale. La începutul anului 2000, la banca centrală a fost creat un cont special pentru încasările în valută din procesul de privatizare. Deși a facilitat o mai bună comunicare între Guvern și banca centrală și totodată a responsabilizat autoritatea centrală în ceea ce privește efectele politicii promovate, eficiența acestui cont a fost limitată de termenul scurt de păstrare a sumelor. În 2002, ca urmare a estimărilor privind un volum semnificativ de încasări din procesul de privatizare, între Guvern și BNC a fost încheiat un acord care prevedea cumpărarea directă a valutei de către banca centrală și utilizarea sumelor obținute pentru finanțarea nevoilor fiscale, dar și stoparea temporară a emisiunilor de obligațiuni pe piețele externe (BNC, 2002).

---

<sup>2</sup> Perioada 2001-2003 consemnează revenirea la o conduită monetară restrictivă, rata reală a dobânzii *reverse repo* la două săptămâni (principalul instrument de politică monetară) crescând de la 0,35 la sută în 2001 la 2,15 la sută în 2003.

<sup>3</sup> Pachetul de măsuri, conceput ca o strategie de „țintire a deficitului fiscal” (*fiscal targeting*) pe termen mediu (4 la sută din PIB în 2006) se bazează, în principal, pe plafonarea cheltuielilor publice. Principalele măsuri vizează: reforma sistemului de pensii și a sistemului ajutoarelor publice de sănătate, redimensionarea personalului angajat în domeniul serviciilor publice (disponibilizarea a 6 la sută din angajați până în 2006), plafonarea la nivelul actual a salariilor din sectorul justiției, întărirea disciplinei financiare.



În ceea ce privește politica veniturilor, caracterul relaxat al politicii veniturilor din perioada 1991-1996<sup>4</sup> a fost înlocuit în următorii doi ani cu o conduită mai restrictivă, bazată pe un control strict al salariilor la nivelul sectorului de stat.<sup>5</sup>

În perioada 1999-2003, politica salarială nu a urmat o strategie uniformă. Rezultatele obținute în planul dezinflației au creat premisele unei anumite relaxări a politicii veniturilor în anul 1999, când sectorul de stat a beneficiat de creșteri substanțiale ale salariilor nominale (în medie cu aproximativ 11,7 la sută<sup>6</sup>), iar volumul transferurilor sociale a crescut în termeni nominali cu 8,6 la sută față de anul anterior. La momentul respectiv, FMI (1999) a avertizat autoritățile asupra efectelor pe termen lung ale acestei politici, care putea conduce, prin stimularea cererii interne, la manifestarea unor presiuni inflaționiste.

Deși pe termen scurt s-a reușit o anumită responsabilizare<sup>7</sup>, începând cu 2001 caracterul lax al politicii salariale a devenit tot mai evident, iar ratele de creștere a salariului nominal în cadrul sectorului public s-au plasat în afara oricărei corelații cu nivelul prognozat al ratei inflației<sup>8</sup>. Abia în anul 2003, pe fondul agravării situației finanțelor publice, politica veniturilor a revenit la o conduită mai fermă, rata de creștere a salariilor nominale aferente administrației publice coborând la 2,8 la sută. Pe ansamblul perioadei, expansiunea cererii interne, stimulată de o politică a veniturilor incoerentă, a reprezentat o constrângere pentru politica monetară, nematerializarea presiunilor venite din această direcție explicându-se prin influența favorabilă a unor factori conjuncturali (în principal, diminuarea prețurilor de import).

Deficitul de cont curent s-a situat în anii 1996 și 1997 la niveluri considerate în mod convențional drept ridicate (7,4 la sută din PIB și respectiv 6,7 la sută din PIB). În primul an de funcționare a regimului de țintire directă a inflației, scăderea semnificativă a ratei anuale a IPC (de la 10 la sută în decembrie 1997 la 6,8 la sută în decembrie 1998) nu a împiedicat procesul de ajustare substanțială a contului curent, care a înregistrat un deficit moderat (2,2 la sută din PIB). Comprimarea concomitentă a celor două dezechilibre majore a fost posibilă printr-o conduită restrictivă a politicii monetare și a celei fiscale, al cărei cost l-a reprezentat declinul economic (în termeni reali, PIB a scăzut în 1998 cu 1 la sută și a crescut cu numai 0,5 la sută în 1999).

În perioada 2000-2003 s-au consemnat deficite de cont curent importante (între 5,3 la sută din PIB în 2000 și peste 7 la sută din PIB în 2003), inițial ca urmare a deteriorării situației balanței comerciale, iar ulterior a celei a veniturilor. Adâncirea deficitului de cont curent nu a complicat

---

<sup>4</sup> În perioada 1991-1996, salariul nominal a crescut în medie pe an cu 24,7 la sută în administrație publică și apărare, cu 17,6 la sută în învățământ și cu 16,8 la sută în sănătate, iar rata medie de creștere a salariului nominal pe economie a fost de 18-20 la sută, anual (FMI, 1998). În aceeași perioadă, nivelul mediu al pensiei pentru limită de vârstă a crescut cu 15,5 la sută anual.

<sup>5</sup> Salariile sectorului bugetar au fost „înghețate” de la mijlocul anului 1997 până la finele anului 1998, în cadrul unui set de măsuri adoptate în contextul deteriorării echilibrului extern și al recesiunii economice.

<sup>6</sup> Ratele de creștere a salariului nominal au fost de 11,8 la sută în sectorul administrației publice, 12,6 la sută în învățământ și 13,7 la sută în sănătate.

<sup>7</sup> În 2000, salariile aferente sectorului bugetar au fost „înghețate” la nivelul anului anterior (FMI, 2001a).

<sup>8</sup> În perioada 2001-2002, rata medie anuală de creștere a salariului nominal în sectorul public a fost de 7,9 la sută, ușor peste sporul mediu consemnat în cazul pensiilor (+7,1 la sută).

însă substanțial conducerea politicii ratei dobânzii, a cărei conduită restrictivă, favorabilă menținerii inflației la un nivel foarte redus, contribuie și la atenuarea vitezei de creștere a creditului intern, limitând astfel proporțiile dezechilibrului extern. Totodată, BNC a intervenit în câteva rânduri pe piața valutară în scopul temperării aprecierii monedei naționale. Aceste intervenții valutare, care au oferit sprijin competitivității externe, nu au pus în pericol îndeplinirea obiectivului de inflație, ritmul de creștere a prețurilor situându-se frecvent sub țintă.

#### I.1.4. Curs de schimb flexibil

La sfârșitul lunii mai 1997, BNC a fost obligată să abandoneze sistemul *crawling peg* ca urmare a presiunilor în sensul deprecierei monedei naționale (provocate de ieșiri masive de capital, pe fondul deteriorării contului curent al balanței de plăți și al accentuării incertitudinilor de natură politică, legate de criza în care se afla Guvernul Klaus). După consultarea Guvernului, BNC a optat pentru un regim de flotare controlată a cursului de schimb.

În perioada 1998-2002, BNC a intervenit episodic pe piața valutară, de fiecare dată în scopul evitării unei aprecieri excesive a cursului de schimb (tabelul 1). A fost sprijinită astfel competitivitatea externă a economiei cehe, prevenindu-se o adâncire excesivă a deficitului de cont curent fără a fi puse în pericol țintele de inflație. Cumpărările de valută efectuate de BNC au exercitat un impact temporar și limitat asupra evoluției cursului de schimb, nefiind afectată tendința acestuia de apreciere pe termen lung (Holub, 2003). Cumpărările de valută au fost în mare măsură sterilizate prin operațiuni *reverse repo* și prin emiterea de certificate de depozit ale BNC. De remarcat că în prezent, ca urmare a plasării diferențialului ratei dobânzii față de zona euro pe un palier negativ, sterilizarea nu mai este costisitoare pentru BNC; dimpotrivă, dacă cursul de schimb al monedei naționale nu se depreciază, operațiunile de sterilizare devin profitabile pentru banca centrală, ceea ce asigură acestei politici o sustenabilitate financiară ridicată.

**Tabelul 1. Republica Cehă: Intervenții ale băncii centrale pe piața valutară**

Perioada intervențiilor	Volumul cumpărărilor (milioane EUR)	Cursul de schimb la începutul perioadei (CZK/EUR)	Cursul de schimb la sfârșitul perioadei (CZK/EUR)
februarie - aprilie 1998	1 285	38,37	36,46
iunie - iulie 1998	508	36,49	34,35
octombrie 1999	966	35,72	36,62
decembrie 1999	229	36,08	36,13
martie 2000	394	35,65	35,63
octombrie 2001 - ianuarie 2002	643	33,91	31,92
aprilie 2002	1 009	30,62	30,63
iulie - septembrie 2002	954	29,25	30,30

Sursa: BNC

### I.1.5. Stabilitatea sistemului financiar

În anul 1997, piețele financiare atinseseră un grad ridicat de dezvoltare, cu excepția pieței de capital, al cărei stadiu incipient (anexa 6) a favorizat o dominanță excesivă a sectorului bancar în cadrul sistemului financiar.

Adâncimea pieței valutare era suficientă pentru ca, în condițiile unui curs de schimb flotant, volatilitatea pe termen scurt a fluxurilor de capital să nu provoace turbulențe excesive în economia reală. Nivelul intermedierei financiare era mai înalt decât în celelalte țări în tranziție din Europa Centrală și de Est. Activele bancare totale reprezentau în 1997 peste 140 la sută din PIB, nivel apropiat de cele înregistrate în Germania, Franța și Spania și de circa 2,5 ori mai mare decât cel consemnat în Polonia, iar creditul neguvernamental depășea 65 la sută din PIB (anexa 6).

Capitalizarea, calitatea activelor și profitabilitatea sistemului bancar indicau însă existența unor vulnerabilități. Adecvarea capitalului se situa în 1997 la nivelul inconfortabil de 9,5 la sută, față de 18,3 la sută în Ungaria. Aproape o treime dintre creditele bancare erau clasificate în alte categorii decât *standard*, iar 19,9 la sută se încadrau în categoriile *substandard*, *îndoielnic* sau *pierdere*. Indicatorii de profitabilitate ROA și ROE înregistrau valori negative (-0,2 la sută și respectiv -0,4 la sută).

**Tabelul 2. Republica Cehă: Indicatori de prudențialitate ai sectorului bancar**

	U.M.	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Credit neguvernamental	%, variație anuală în termeni reali	-1,5	-10,8	-6,7	-7,4	-22,7	-7,5	7,8
Credit neguvernamental/PIB	%	65,4	56,9	52,6	48,6	35,6	31,7	33,4
Credite neperformante <sup>a</sup> /Total credite	%	19,9	20,3	21,5	19,1	13,4	8,1	5,3*
Rata de adecvare a capitalului	%	9,5	12,1	13,6	14,8	15,4	14,3	15,5*
ROA	%	-0,2	-0,3	-0,2	0,7	0,7	1,2	1,1*
ROE	%	-0,4	-5,2	-4,3	13,1	16,6	27,3	22,7*

<sup>a</sup> credite clasificate în categoriile *substandard*, *îndoielnic* și *pierdere*

\* septembrie 2003

Sursa: BERD – *Transition Report 2003*; website BNC

După turbulențele valutare și monetare din mai 1997, când coroana cehă s-a depreciat substanțial, iar ratele reale ale dobânzii au cunoscut o majorare abruptă, s-a declanșat un proces de decelerare progresivă a ritmului de creștere a creditului intern. Evoluția ratelor dobânzii nu a fost însă unicul factor al contracției creditului bancar. După ce alocaseră unor companii din domeniul industriei și construcțiilor volume excesive de credite în primii ani ai perioadei de tranziție (sub impactul hazardului moral generat de garanția implicită a suportului financiar pe care autoritățile au oferit-o băncilor de stat, percepute ca fiind prea mari pentru a fi lăsate să se

prăbușească, și al nivelului limitat al capitalului intern ca sursă alternativă de finanțare a companiilor), băncile au fost confruntate cu deteriorarea portofoliului lor de active și au început să manifeste o prudență sporită în creditarea acestor sectoare. Pe fondul înăsprii condițiilor monetare și economice (primii doi ani de funcționare a regimului de țintire directă a inflației au fost marcați de un climat de recesiune), a avut loc o reorientare către plasamente mai sigure: titluri de stat și operațiuni *reverse repo* ale BNC, dar și împrumuturi destinate populației, a cărei cerere pentru credite ipotecare și de bunuri de consum se afla într-o ascensiune puternică și care constituia un segment cu risc de nerambursare foarte redus (Čech, 2003).

Angajarea hotărâtă a Guvernului în asanarea portofoliilor de credite în perioada 1998-2001 (costul acestei etape a restructurării sectorului bancar a fost evaluat la circa 15 la sută din PIB, iar costul total al reformei sectorului bancar a fost estimat de FMI la aproximativ 20 la sută din PIB, nivel mult mai ridicat decât cele consemnate în celelalte țări din Europa Centrală și de Est) și privatizarea marilor bănci de stat (capitalul străin, a cărui pondere în total active bancare era de doar 20 la sută în 1996, a ajuns la 94 la sută la finele anului 2001, după ce banca Ceska Sporitelna a fost preluată de Erste Bank, iar Komerčni Bank a fost achiziționată de Société Générale) au contribuit decisiv la ameliorarea situației sistemului bancar. Rentabilitatea activelor (1,14 la sută în septembrie 2003), adecvarea capitalului (15,51 la sută în septembrie 2003) și ponderea creditelor clasificate în categoriile *substandard*, *îndoielnic* și *pierdere* în total credite (5,32 la sută în septembrie 2003) au ajuns la niveluri care nu mai provoacă îngrijorare, iar apariția unei situații de criză, care să impună intervenția băncii centrale în calitate de împrumutător de ultimă instanță cu prețul ratării țintei de inflație, este improbabilă.

#### **I.1.6. Instrumente eficace de politică monetară**

Opțiunea pentru un regim valutar de tip *crawling peg* a plasat cursul de schimb în poziția de țintă intermediară pentru politica monetară din perioada 1991-mai 1997.

O dată cu implementarea regimului de țintire a inflației, parametrii și structura instrumentelor de politică monetară utilizate de BNC au parcurs un proces de armonizare cu standardele Băncii Centrale Europene, în prezent fiind în mare măsură aliniate acestora. Principalul instrument de politică monetară este reprezentat de rata dobânzii pentru operațiunile *reverse repo* pe termen de două săptămâni. Orice modificare a nivelului acesteia se răsfrânge asupra ratelor dobânzii pe termen scurt pe piața monetară interbancară. BNC utilizează alte două rate importante ale dobânzii – rata lombard și *discount rate* –, al căror nivel se schimbă automat, situându-se cu 1 punct procentual peste/sub rata *reverse repo*.

În ceea ce privește rezervele minime obligatorii, acestea nu mai constituie un instrument activ de politică monetară, deși băncile sunt obligate să păstreze un procent din depozite<sup>9</sup> (2 la sută) la banca centrală. Remunerate la rata *reverse repo* a dobânzii<sup>10</sup>, rezervele minime obligatorii sunt menținute pentru a asigura funcționarea normală a sistemului de plăți. Ca instrumente de reglaj

---

<sup>9</sup> depozite nebancale cu scadență de maximum 2 ani

<sup>10</sup> din 2001

fin sunt folosite intervențiile pe piața valutară, în principal cu scopul de a tempera volatilitatea ratei de schimb.

În funcție de evoluția ratei inflației și de principalii factori responsabili pentru aceasta, BNC a optat pentru scăderea graduală a ratei dobânzii, combinată cu intervenții ocazionale și într-un volum limitat pe piața valutară, care erau apoi sterilizate. Astfel, rata dobânzii la operațiunile *reverse repo* pe două săptămâni a scăzut treptat de la 14,75 la sută în decembrie 1997 la 2 la sută în august 2003, conducând la diminuarea costurilor sterilizării.

Senzitivitatea cursului de schimb la modificarea ratei dobânzii a fost în mod atent evaluată înaintea oricărei decizii de politică monetară. Aprecierea persistentă a monedei naționale pe seama intrărilor de capital a obligat banca centrală la o politică a dobânzilor foarte flexibilă (anexa 3b). În general, intrările de capital motivate de diferențialul de rată a dobânzii au avut un caracter limitat.

În ceea ce privește mecanismul de transmisie a politicii monetare, gradul ridicat de deschidere a economiei ar trebui să confere cursului de schimb un rol major în evoluția prețurilor interne (Jonáš și Mishkin, 2003). Totuși, unele analize econometrice elaborate de FMI (2004b) conduc la concluzia că rata dobânzii este cel mai puternic canal de transmisie, similar țărilor membre ale zonei euro. Importanța canalului cursului de schimb este ne semnificativă din cauza ponderii ridicate a elementelor de import în exporturi și a reacției slabe a producției la modificarea ratei de schimb. În fapt, potrivit acestor estimări, răspunsul cursului de schimb la șocurile ratei dobânzii este anulat după un an. În contextul unui grad ridicat de segmentare a pieței și al unui nivel scăzut al creditelor acordate populației și întreprinderilor mici și mijlocii, canalul creditului nu s-a remarcat ca având un rol important în transmisia politicii monetare.

#### **I.1.7. Transparență și responsabilitate**

BNC a creat un cadru extrem de transparent pentru a asigura ancorarea expectațiilor inflaționiste. *Raportul asupra inflației*, având periodicitate trimestrială, a fost proiectat ca principal vehicul al comunicării BNC cu publicul. Conținutul acestui raport, inclusiv informațiile referitoare la prognoza de inflație și la deciziile de politică monetară, corespunde în mare măsură standardelor țărilor avansate (FMI, 2000a). Minutele ședințelor Consiliului de Administrație al BNC sunt publicate cu un decalaj de cel mult două săptămâni.

Spre deosebire de procedurile clare și transparente prin care se adoptă deciziile privind rata dobânzii, intervențiile băncii centrale pe piața valutară păstrează o notă discreționară, nefiind întotdeauna anunțate public imediat. Volumul intervențiilor este însă publicat cu un decalaj de două luni (începând din iulie 1998), dar poate fi estimat și din bilanțul BNC, publicat la fiecare 10 zile.

## I.2. Cerințe tehnice

### I.2.1. Alegerea unui indice de prețuri adecvat

Ținta oficială de inflație a fost definită inițial în termeni de *inflație netă*, cu scopul de a declina responsabilitatea băncii centrale pentru factorii nemonetari, în principal prețurile administrate și modificările în regimul fiscal. Astfel, din coșul de consum au fost eliminate acele categorii de mărfuri și servicii (aproximativ 18 la sută) pentru care nivelul prețurilor sau al tarifelor era stabilit direct de către autoritățile centrale sau locale sau beneficia de o limită maximă<sup>11</sup>. În funcție de strategia guvernamentală în domeniu, lista categoriilor de bunuri incluse/excluse din indicele inflației nete era deschisă modificărilor. Cu toate acestea, dinamica inflației nete rămânea în mod semnificativ influențată de categorii de produse ale căror prețuri nu reacționau la instrumentele politicii monetare și erau foarte dificil de previzionat (de exemplu, mărfurile alimentare reprezentau aproximativ o treime din coșul de consum).

Acest tip de indice nu reflecta cu rigurozitate costurile reale ale populației, iar din punct de vedere al înțelegerii de către public se dovedea un concept destul de abstract. În aceste condiții, banca centrală s-a aflat în situația de a convinge publicul că la finele procesului de reglementare a prețurilor, toate aceste neajunsuri vor fi rezolvate.

Din 2002, BNC țintește rata inflației determinată pe baza indicelui prețurilor de consum, pentru aceasta identificându-se o bandă de fluctuație în scădere constantă de la 3-5 la sută în ianuarie 2002 la 2-4 la sută la sfârșitul anului 2005<sup>12</sup>. Stabilirea limitelor acestei benzi s-a făcut considerând că impactul prețurilor administrate asupra ratei inflației nu va depăși în nici un moment 1-1,5 puncte procentuale. Prin țintirea unui indice de prețuri considerat reprezentativ la nivelul economiei, BNC a urmărit creșterea gradului de eficiență a politicii monetare prin influențarea expectațiilor inflaționiste.

În primii ani de funcționare a acestui tip de regim monetar, rata inflației nete s-a plasat în general sub limita inferioară a intervalului de variație stabilit. Doar în anul 2001 s-a reușit încadrarea în intervalul-țintă (anexa 3a).

În 1998 și 1999, plasarea ratei inflației nete sub limita inferioară a intervalului de variație anunțat (cu 3,8 și respectiv 2,5 puncte procentuale) s-a datorat în principal unor șocuri de natura ofertei, cu o contribuție semnificativă din partea elementelor de cost. Un impact deosebit a fost exercitat de factorii externi, evoluția acestora situându-se parțial (aprecierea cursului de schimb) sau total (prețul internațional al materiilor prime) în afara sferei de influență a politicii monetare. Importurile ieftine de produse agricole din Uniunea Europeană și intensificarea competiției pe segmentul comerțului cu amănuntul au exercitat, de asemenea, un impact dezinflaționist consistent. În cei doi ani, influența prețurilor produselor alimentare asupra deviației inflației nete de la țintă a fost cuantificată la 2,2 și respectiv 1,6 puncte procentuale. La finele anului 1999,

---

<sup>11</sup> În această categorie erau incluse, printre altele, energia electrică și termică, gazele, poșta și telecomunicațiile, diferite categorii de taxe notariale etc.

<sup>12</sup> BNC a renunțat la stabilirea unor ținte anuale.

BNC a anunțat că va profita de procesul de dezinflație înregistrat în anii anteriori pentru a stabiliza rata inflației la nivelurile scăzute obținute (abordare asimilabilă conceptului de „oportunism dezinflaționist” – Jonáš, 2000; Kotlán și Navrátil, 2003).

În anul 2000, o bună parte dintre factorii dezinflaționiști au dispărut, economia a început să crească (+3,3 la sută), iar rata inflației nete a intrat pe un trend ascendent, situându-se cu doar 0,5 puncte procentuale sub limita inferioară a intervalului de fluctuație.

Introducerea unei benzi de variație pentru rata inflației, determinată pe baza indicelui prețurilor de consum în 2001, a coincis cu plasarea pentru prima oară a ratei inflației în intervalul țintit. În 2002 și 2003, ratele de creștere a indicelui prețurilor de consum, de 0,6 și respectiv 1 la sută, s-au situat sub limita inferioară a benzii, pe fondul aprecierii monedei naționale, al încetirii cererii interne și externe și al unei noi perioade de scădere a prețurilor alimentelor. Plasarea ratei inflației sub limita inferioară a benzii de fluctuație s-a datorat, în principal, unei contribuții a prețurilor administrate sensibil inferioare nivelului de 1-1,5 puncte procentuale stabilit (Kotlán și Navrátil, 2003).

### I.2.2. Stabilirea unui interval de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp

Data fiind plasarea economiei pe o pantă dezinflaționistă, BNC a optat inițial pentru țintirea inflației pe două orizonturi de timp, iar comunicarea treptată a nivelului țintă a devenit un instrument de politică monetară menit să ancoreze expectațiile inflaționiste.

**Tabelul 3. Republica Cehă: Caracteristicile țintei de inflație**

Orizontul țintei	Ținta de inflație (%)	Data comunicatului	Devierea de la țintă* (pp)
<b>Țintă stabilită pe baza inflației nete</b>			
Decembrie 1998	6% ± 0,5 pp	Decembrie 1997	-3,8
Decembrie 1999	4,5% ± 0,5 pp	Decembrie 1998	-2,5
Decembrie 2000	4,5% ± 1,0 pp	Decembrie 1997	-0,5
Decembrie 2001	3,0% ± 1,0 pp	Aprilie 2000	0,0
Decembrie 2005	2,0% ± 1,0 pp	Aprilie 1999	...
<b>Banda-țintă pentru rata inflației determinată pe baza indicelui prețurilor de consum</b>			
Începutul benzii: ianuarie 2002	3 - 5 %	Aprilie 2001	-2,4
Sfârșitul benzii: decembrie 2005	2 - 4 %	Aprilie 2001	...

\* relativ la intervalul de fluctuație

### I.2.3. Definirea excepțiilor

Manifestarea relativ frecventă a șocurilor la nivelul unor factori exogeni (în principal de natura ofertei) și plasarea acestora în afara sferei de influență a băncii centrale au impus conturarea unui set de excepții<sup>13</sup> (*caveats/escape clauses*). În cazul producerii lor, banca centrală este autorizată să nu reacționeze imediat, din cauza costurilor economice și sociale aferente.

Factorii exogeni și impredictibili care îndeplinesc criteriul de excepție sunt:

- deviații substanțiale de la previziuni ale prețurilor internaționale ale materiilor prime, resurselor energetice și ale altor categorii de mărfuri;
- deviații majore ale cursului de schimb al monedei naționale, care nu sunt asociate fundamentelor economiei sau politicii monetare;
- schimbări la nivelul condițiilor de producție din sectorul agricol, cu impact semnificativ asupra prețurilor de producție din acest sector;
- dezastre naturale sau alte evenimente extraordinare similare, care pot afecta costul sau cererea pentru anumite produse;
- variații ale prețurilor reglementate, care pot afecta ținta de inflație cu mai mult de 1-1,5 puncte procentuale;
- modificări ale impozitelor indirecte.

### I.2.4. Capacitatea băncii centrale de a prognoza inflația

Întrucât într-un regim de curs fix modelarea pe termen mediu a diferitelor variabile economice nu era strict necesară, iar opțiunea pentru țintirea inflației a fost „grăbită” de criza valutară din 1997, construirea unui sistem de instrumente de analiză și prognoză corespunzătoare s-a făcut gradual. Perioada inițială s-a caracterizat printr-un efort deosebit de implementare a instrumentelor de bază în procesul de prognoză<sup>14</sup>. Progresele realizate ulterior au fost notabile, deciziile de politică monetară ale BNC având la bază, în prezent, prognoze elaborate pentru economie, în general, și inflație, în particular. Procesul de modelare este structurat pe două etape: elaborarea previziunilor pe termen scurt (șase trimestre) și a celor pe termen mediu. Previziunile pe termen scurt sunt ulterior integrate într-un model de predicție trimestrial alcătuit din 10 ecuații de bază și 90 auxiliare, menite să surprindă relațiile dintre principalele variabile economice și corelarea acestora cu restul lumii. Una dintre ecuațiile de bază ale modelului urmărește răspunsul pe care dinamica inflației și a PIB îl provoacă la nivelul ratelor dobânzii pe termen scurt. Modelul are anumite limite privind impactul deficitului bugetar asupra fiecărei componente a cererii; recent, în contextul derapajului politicii fiscale, banca centrală a demarat un proiect de cercetare pe termen lung în vederea elaborării unui model al impulsului fiscal (Matalik și Slavik, 2003).

---

<sup>13</sup> Excepțiile au fost definite inițial în 1998, lista lor fiind extinsă în 2001.

<sup>14</sup> Potrivit FMI (2000a), succesul limitat în prognozarea inflației în primii doi ani era explicabil din două motive: (i) includerea prețurilor mărfurilor alimentare în structura inflației nete; (ii) insuficiența numărului de observații pentru anumite variabile (din ianuarie 1995) și înregistrarea unei perioade de recesiune și a unor probleme la nivelul sistemului bancar în perioada 1997-1999, care au afectat conținutul informațional al datelor și stabilitatea coeficienților estimați.



## II. POLONIA

În Polonia, modificarea cadrului legal de conducere a politicii monetare a marcat începutul tranziției către un regim de țintire directă a inflației. Atât noua Constituție (aprilie 1997), cât și noul statut al Băncii Naționale a Poloniei (august 1997) includ prevederi care asigură satisfacerea unora dintre cerințele instituționale impuse de implementarea *inflation targeting*.

### II.1. Precondiții instituționale

#### II.1.1. Prioritatea absolută a obiectivului de inflație

Noul statut precizează explicit că obiectivul fundamental al Băncii Naționale a Poloniei (BNP) este stabilitatea prețurilor, banca centrală putând acorda sprijin altor obiective de politică economică numai în măsura în care acestea nu periclitează atingerea obiectivului primar (articolul 3). Cu toate acestea, se poate considera că la momentul adoptării strategiei de țintire directă a inflației (și chiar în primul an de funcționare a noii strategii) această condiție nu era îndeplinită, mecanismul *crawling band* impunând practic un al doilea obiectiv, referitor la cursul de schimb. Caracterul conflictual al celor două obiective – mai ales în condițiile în care regimul de curs impunea rezistență la presiunile de apreciere exercitate de influxurile masive de capital – a fost atenuat parțial de măsurile de flexibilizare a cursului de schimb, adoptate de BNP încă de la mijlocul anului 1998 (a se vedea secțiunea I.1.4.).

#### II.1.2. Independența băncii centrale

Atât Constituția Poloniei, cât și Statutul BNP includ prevederi care statuează independența instituțională și operațională a băncii centrale. Astfel, conform Constituției (articolul 227):

- Banca Națională a Poloniei are drept exclusiv de a formula și implementa politica monetară, fiind totodată responsabilă de valoarea monedei naționale;
- președintele BNP este numit de Camera inferioară a Parlamentului (Seim), la cererea Președintelui Republicii, pe o perioadă de 6 ani;
- Consiliul de Politică Monetară (CPM) al BNP este compus din președintele BNP și alți nouă membri, care sunt numiți, în număr egal, de către Președintele Republicii, Seim și Senat, pe o perioadă de șase ani;
- în fiecare an, Consiliul de Politică Monetară al BNP va prezenta în Seim orientarea politicii monetare, o dată cu înaintarea proiectului de buget de către Consiliul de Miniștri. Într-un interval de cinci luni de la încheierea anului fiscal, Consiliul de Politică Monetară al BNP va prezenta în Seim un raport referitor la îndeplinirea obiectivelor.

Independența președintelui BNP este întărită suplimentar de prevederile referitoare la condițiile de revocare incluse în art. 9 din Statutul BNP (absență prelungită din motive de sănătate,

condamnare penală definitivă, interdicție emisă de Tribunalul de stat de a nu ocupa o poziție de conducere sau un post cu responsabilitate deosebită într-o instituție de stat).

Trebuie subliniat, totuși, faptul că independența instituțională a BNP este limitată în ceea ce privește stabilirea regimului de curs de schimb, articolul 24 al Statutului său stabilind că astfel de decizii aparțin Consiliului de Miniștri, după consultarea prealabilă a Consiliului de Politică Monetară al BNP. Astfel, deși cadrul instituțional al strategiei de țintire directă a inflației impunea flexibilitatea cursului de schimb, iar banca centrală a Poloniei a făcut demersuri de renunțare la mecanismul *crawling band*<sup>15</sup> încă de la mijlocul anului 1999, Guvernul nu a acceptat schimbarea de regim decât în aprilie 2000, când devenise evident că presiunile exercitate de intrările de capital<sup>16</sup> vor determina depășirea limitei superioare (de apreciere) a benzii de fluctuație a cursului de schimb.

Cadrul legislativ din Polonia asigură două dintre elementele care definesc independența financiară a băncii centrale – aprobarea bugetului de venituri și cheltuieli la nivelul BNP (conform articolul 12, alineatul 2, pct. 4 din Statut, aceasta constituie o prerogativă a CPM) și interdicția referitoare la finanțarea deficitului bugetar de către banca centrală (prevedere inclusă atât în Constituție – articolul 220, alineatul 2 –, cât și în Legea finanțelor publice adoptată în noiembrie 1998). O limitare a independenței financiare, semnalată și în rapoartele de țară redactate de Comisia Europeană (2003c), o constituie însă implicarea Consiliului de Miniștri în auditarea, evaluarea și aprobarea situațiilor financiare ale BNP (articolul 69 din Statutul BNP).

### II.1.3. Armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale

La momentul implementării *inflation targeting*, Polonia dispunea de o poziție fiscală echilibrată ca urmare a eforturilor de ajustare de la mijlocul anilor '90 (deficitele au fost reduse gradual de la 5,3 la sută în 1992 la 2,5 la sută<sup>17</sup> din PIB în 1998). Procesul de consolidare fiscală nu a continuat însă și în anii următori, deteriorarea condițiilor economice, extinderea volumului deja semnificativ al arieratelor<sup>18</sup>, dar și adoptarea unei conduite fiscale expansioniste<sup>19</sup> conducând la adâncirea deficitului: 2,9 la sută în 1999, 6,7 la sută în 2002.

Într-un climat macroeconomic caracterizat de creșterea rapidă a cererii interne, deteriorarea contului curent și majorarea prețurilor de import, atitudinea relaxată a politicii fiscale a complicat suplimentar sarcina BNP de a contracara presiunile inflaționiste. Ca reacție la aceste evoluții, BNP a recurs la înăsprirea semnificativă a politicii monetare (dobânda de referință a fost majorată cu 6 puncte procentuale în anii 1999-2000), caracterul restrictiv al acesteia fiind

---

<sup>15</sup> Pas lunar de depreciere de 0,3 la sută față de un coș format din 55 la sută euro și 45 la sută dolar SUA, bandă de fluctuație de  $\pm 15$  la sută din martie 1999.

<sup>16</sup> Investițiile directe și de portofoliu s-au majorat cu 13,4 la sută în 1999 și cu 39 la sută în 2000.

<sup>17</sup> *cash basis*

<sup>18</sup> conform OCDE, *Economic Survey of Poland, 1999-2000*, ianuarie 2000

<sup>19</sup> De exemplu, bugetul pentru anul 2002 a prevăzut o majorare a cheltuielilor cu 2 la sută în termeni reali și mențiuni explicite referitoare la creșterea suplimentară a cheltuielilor în cazul în care veniturile încasate depășesc nivelul programat (OCDE, *Economic Survey of Poland, 2002*).

menținut chiar și în anii 2001-2002<sup>20</sup>, când rata inflației se diminuase considerabil. Atitudinea rigidă a BNP a condus la reducerea drastică a creșterii economice (anexa 2) și la majorarea șomajului, ceea ce a accentuat tensiunile dintre BNP și Guvern. Acestea au culminat în ultima parte a anului 2001 cu amenințări de limitare a independenței băncii centrale și cu inițiative parlamentare de elaborare a unor proiecte de acte normative care să statueze creșterea economică și reducerea șomajului ca obiective suplimentare ale BNP, precum și majorarea numărului de membri ai Consiliului de Politică Monetară. Concretizarea tentativelor de limitare a independenței BNP a fost însă împiedicată de influența negativă pe care astfel de modificări ar fi avut-o asupra procesului de aderare a Poloniei la Uniunea Europeană și la Uniunea Economică și Monetară.

Experiența Poloniei pune în evidență riscul la care se expune o bancă centrală care utilizează politica monetară ca instrument de coerciție asupra Guvernului: în încercarea de a forța Guvernul să adopte măsuri de consolidare fiscală, BNP a generat importante costuri economice și sociale, riscându-și în același timp credibilitatea și chiar independența (Jonás și Mishkin, 2003).

**Tabelul 4. Polonia: Performanța băncii centrale în atingerea obiectivului de inflație**

Anul	Ținta de inflație (%)	Rata efectivă a inflației (%)	Deviația de la țintă (puncte procentuale)
1999	6,6 - 7,8 (inițial, 8,0-8,5)	9,8	+2,0
2000	5,4 - 6,8	8,6	+1,8
2001	6,0 - 8,0	3,6	-2,4
2002	2,0 - 4,0	0,8	-1,2
2003	2,0 - 4,0	1,7	-0,3

Creșterea deficitelor bugetare în intervalul 1999-2002 a fost însoțită și de majorarea datoriei publice, ponderea acesteia în PIB crescând de la 40,1 la sută în 1998 la 46-47 la sută în 2002<sup>21</sup>. Mai mult, un raport OCDE publicat în iulie 2002 apreciază că, în condițiile în care Guvernul nu adoptă măsuri ferme de diminuare a cheltuielilor bugetare și de majorare a PIB potențial, deficitul fiscal se vor menține la niveluri ridicate în cea mai mare parte a acestui deceniu, iar datoria publică se va apropia de limita constituțională de 60 la sută din PIB (proiecția FMI pentru 2003 este de 50,9 la sută).

Din perspectiva sprijinului acordat politicii monetare, politica veniturilor s-a caracterizat în perioada 1998–semestrul I 2003 printr-o conduită mixtă, generată, pe de o parte, de absența

<sup>20</sup> Deși BNP a redus rata dobânzii de referință de la 19 la sută în februarie 2001 la 6,75 la sută în noiembrie 2002, condițiile monetare au rămas restrictive în situația în care rata reală a dobânzii a depășit 6 la sută în tot acest interval, iar zlotul s-a apreciat în medie cu 1 la sută în termeni nominali (2002/2000).

<sup>21</sup> estimări OCDE și FMI

oricăror măsuri de creștere a salariului minim pe economie<sup>22</sup>, iar pe de altă parte, de ajustarea substanțială a veniturilor personalului din sectorul bugetar, a pensiilor și a ajutoarelor sociale.

Deși începând din anul 1997 dinamica salariilor nominale medii lunare obținute în sectorul guvernamental, ca și cea a transferurilor sociale s-au aliniat tendinței descrescătoare manifestate pe ansamblul economiei, evoluția în termeni reali consemnată de aceste două categorii de venituri în intervalul 1998-1999 s-a menținut. Astfel, câștigurile salariale în sectorul bugetar au consemnat o creștere reală de 4,6 la sută în anul 1998 (cu 2,8 puncte procentuale peste nivelul proiectat) și de aproape 9 la sută în primele trei trimestre ale anului 1999 (în condițiile în care nivelul previzionat pentru întregul an a fost de 2 puncte procentuale peste ținta de inflație).

În același interval, pensiile pentru limită de vârstă și pentru pierderea capacității de muncă au consemnat creșteri reale sensibil superioare nivelurilor programate, iar ajutoarele de șomaj și alte tipuri de alocații (în afara pensiilor) și-au accelerat dinamica până la 14,7 și respectiv 53,7 la sută în termeni reali în 1999.

Cu excepția anului 2000, care a consemnat o diminuare a pensiilor<sup>23</sup> și numai o ușoară creștere reală a ajutoarelor de șomaj și a altor categorii (+0,8 la sută), transferurile sociale au reprezentat și în perioada ulterioară un factor semnificativ de susținere a consumului privat<sup>24</sup> (ritmurile reale anuale au depășit 4 la sută în intervalul 2001-semestrul I 2003). Conform FMI (2003c), aceste creșteri, ca și cele înregistrate de salariile din sectorul bugetar, s-au situat peste nivelurile reale stabilite în programul economic al Guvernului, reprezentând o sursă continuă de presiune inflaționistă.

În cei trei ani premergători adoptării regimului de țintire directă a inflației (1996-1998) poziția externă a Poloniei s-a deteriorat constant (de la un surplus de cont curent de 4,5 la sută din PIB în 1995 la un deficit de 4,3 la sută din PIB în 1998), rămânând totuși în limite sustenabile. Procesul s-a accentuat în 1999 (deficitul de cont curent s-a ridicat la 7,5 la sută din PIB), impunând ulterior măsuri de temperare a cererii interne (majorarea dobânzilor, atenuarea creșterii salariale), care au susținut, în același timp, reluarea trendului descendent al ratei inflației (anexa 4a).

În pofida unui cadru instituțional bine conturat, care oferă unui reprezentant al Consiliului de Miniștri posibilitatea de a participa la ședințele CPM (fără drept de vot) și de a supune atenției acestuia moțiuni, coordonarea dintre politica monetară și celelalte componente ale politicii economice (în special cea fiscală) a fost defectuoasă, conducând la un *mix* suboptimal.

---

<sup>22</sup> Tendința descrescătoare consemnată de raportul dintre venitul minim și venitul mediu pe economie în a doua parte a deceniului trecut și stoparea acesteia începând cu jumătatea anului 2000 reflectă faptul că nivelul minim al salariului nu a constituit o cauză a presiunii inflaționiste exercitate de majorarea nivelului mediu al veniturii în această perioadă.

<sup>23</sup> cu 2,3 procente în cazul pensiilor pentru limită de vârstă și cu 2,9 procente în cazul pensiilor agricultorilor (variații reale)

<sup>24</sup> Uneori chiar singurul – în anul 2001, nivelul foarte ridicat al șomajului a anulat practic influența favorabilă exercitată de creșterile salariale asupra puterii de cumpărare a populației

#### II.1.4. Curs de schimb flexibil

Trecerea la flotarea liberă a cursului de schimb s-a produs la mai mult de un an după adoptarea *inflation targeting*, însă BNP a inițiat măsuri de flexibilizare a regimului de curs încă din 1998, ulterior anunțării intenției de modificare a strategiei monetare printr-un comunicat de presă al CPM (iunie 1998). Primul pas în acest sens a fost făcut în iulie 1998, când BNP a stopat intervențiile pe piața valutară, permițând stabilirea cursului de schimb de către piață. În septembrie 1998, prin publicarea *Strategiei privind politica monetară pe termen mediu, 1999-2003*, Consiliul de Politică Monetară al BNP a anunțat alte două măsuri<sup>25</sup> destinate reducerii rigidității cursului de schimb și creării condițiilor pentru continuarea dezinflației: (i) diminuarea pasului de depreciere de la 0,5 la 0,3 la sută pe lună și (ii) lărgirea benzii de fluctuație a cursului de schimb (de la  $\pm 12,5$  la sută la  $\pm 15$  la sută). În iunie 1999, a fost adoptată o altă măsură importantă pentru consolidarea caracterului de piață al cursului de schimb al zlotului, și anume renunțarea la operațiunile de *fixing*.

Prin urmare, chiar dacă cerința referitoare la flexibilitatea cursului de schimb nu a fost îndeplinită până în aprilie 2000, acțiunile întreprinse de BNP în acest sens au eliminat practic problema inconsistenței interne cu care politica monetară s-a confruntat pe parcursul anilor '90. Numai în 1998 volumul intervențiilor sterilizate ale BNP pe piața valutară s-a ridicat la circa 8 miliarde USD, costul sterilizării fiind estimat la circa 1 la sută din PIB (Szpunar, 2002, citat în Borowski, Brzoza-Brzezina și Szpunar, 2002).

Evoluțiile ulterioare trecerii la flotarea liberă a cursului de schimb – politica fiscală expansionistă, deteriorarea poziției externe, turbulențele care au marcat piețele emergente în 2002 (America Latină) – au demonstrat importanța flexibilității cursului de schimb, protejând economia poloneză împotriva unor șocuri care, într-un regim de curs fix, ar fi putut genera o criză valutară (Borowski, Brzoza-Brzezina și Szpunar, 2002).

#### II.1.5. Stabilitatea sistemului financiar

Atât în perioada premergătoare adoptării regimului de țintire directă a inflației, cât și ulterior, sistemul financiar polonez s-a caracterizat printr-o pronunțată dominanță bancară, deși în comparație cu alte țări din centrul Europei gradul de bancarizare a fost relativ modest – ponderea activelor bancare în PIB a fost de 59,1 la sută în 1999 și de 61,3 la sută la jumătatea anului 2003, în timp ce ponderea creditului neguvernamental în PIB a fost de aproximativ 28 la sută în 1999 și cu doar 2,3 puncte procentuale mai ridicat la sfârșitul anului 2003 (anexa 6).

Începând cu cea de a doua jumătate a deceniului anterior, sistemul bancar polonez a parcurs un proces de modernizare semnificativă, caracterizat prin: (i) perfecționarea activităților de reglementare și supraveghere prudențială în conformitate cu standardele internaționale, inclusiv îmbunătățirea capacității de management al riscului; (ii) accentuarea prezenței capitalului străin

---

<sup>25</sup> în vigoare din 25 martie 1999

(până la 70 la sută din totalul activelor bancare în anul 2002), fapt care a constituit un sprijin consistent în depășirea șocurilor înregistrate la finele deceniului.

Astfel, la sfârșitul anilor '90, stabilitatea sistemului bancar s-a confruntat cu o serie de provocări, pe fondul acțiunii conjugate a unor factori de natură externă și internă:

- (i) **Intensificarea activității de creditare** (pe fondul amplificării cererii pentru investiții și consum, dar și al accentuării competiției dintre bănci) și în special a componentei în valută<sup>26</sup>, evoluție care a determinat creșterea riscului de credit asumat de bănci.
- (ii) **Nivelul ridicat al deficitului de cont curent** (indus de expansiunea investițiilor și a consumului înregistrat în anii precedenți) care, în condițiile unui regim de flotare liberă a cursului de schimb, a accentuat riscul valutar, amplificând riscul de credit la care erau supuse băncile.
- (iii) **Șocul provocat de crizele financiare** din Rusia (august 1998) și Brazilia (ianuarie 1999), care a generat episoade de depreciere consistentă a zlotului față de USD – procente de 9-10 la sută în intervalul de 2-3 săptămâni imediat următor fiecăruia dintre cele două momente.
- (iv) **Nivelul ridicat al ratei reale a dobânzii**, care, asociat cu derularea unei noi etape a procesului de restructurare a întreprinderilor, dar și cu deteriorarea *mix*-ului de politici economice, a afectat calitatea portofoliului de credite al băncilor prin producerea riscului de dobândă.

În aceste condiții, la momentul adoptării regimului de țintire directă a inflației, o parte semnificativă a portofoliului de credite al băncilor era neperformantă (tabelul 5). Cu toate acestea, FMI (2000b, 2001c) aprecia sistemul bancar polonez ca fiind solid, recomandând însă accelerarea restructurării și privatizării băncilor cu capital de stat, consolidarea guvernantei corporatiste și monitorizarea strictă a expunerii în valută față de sectorul *corporate*.

Tendința de deteriorare a calității portofoliului de credite la nivelul sistemului bancar a fost accentuată în perioada următoare (2001-2002) de reducerea severă a ritmului de creștere economică. Astfel, ponderea creanțelor neperformante în totalul creanțelor sistemului bancar asupra clienților nefinanciari s-a majorat constant de la 10,9 la sută în 1998 la 22 la sută în 2002, însă aceste valori ridicate pot fi explicate, în parte, prin caracterul mult mai restrictiv al normelor de provizionare emise de BNP<sup>27</sup> (comparativ cu practica multor țări la momentul respectiv). Totuși, FMI (2001d, 2002d) și-a menținut aprecierea pozitivă referitoare la soliditatea sistemului bancar polonez în condițiile în care creditele neperformante erau integral provizionate, iar adecvarea capitalului și indicatorii de profitabilitate (ROA și ROE) se situau la niveluri corespunzătoare (în pofida înjumătățirii rentabilității activelor și a fondurilor proprii în anul

---

<sup>26</sup> Credite adresate populației (pentru achiziții imobiliare și de bunuri de folosință îndelungată), dar și întreprinderilor mici și mijlocii.

<sup>27</sup> Un credit este clasificat drept neperformant atunci când rezultatele economice ale debitorului se deteriorează, chiar dacă acesta are un serviciu bun al datoriei.

2002). Nu pot fi ignorate însă avertismentele referitoare la dimensiunea îngrijorătoare a creditelor neperformante din portofoliul unor bănci de stat implicate în susținerea unor obiective cvasifiscale și la riscul reprezentat de volumul ridicat al creditelor în valută (chiar dacă tendința de majorare a acestora s-a atenuat pe parcursul anului 2002, în parte sub influența reducerii ecarterului dintre dobânzile interne și cele externe).

Pe fondul accelerării creșterii economice (3 la sută în semestrul I 2003 față de 1,9 la sută în semestrul II al anului 2002 și 0,6 la sută în semestrul I 2002<sup>28</sup>) și al reducerii puternice a ratelor dobânzii, prima jumătate a anului 2003 a consemnat o ușoară revigorare a activității de creditare a sectorului nefinanciar. De asemenea, măsurile vizând creșterea exigenței criteriilor de acordare a creditelor, adoptate de băncile comerciale în anul 2002, au încetinit considerabil (cu aproape 10 puncte procentuale) ritmul de deteriorare a portofoliului de credite, iar indicatorii de profitabilitate au revenit la niveluri comparabile cu cele înregistrate anterior anului 2002. Cu toate acestea, influența celor doi ani de stagnare economică (2001, 2002) a continuat să marcheze evoluția sistemului bancar polonez prin ponderea încă ridicată a creditelor neperformante și deteriorarea ratei de adecvare a capitalului (la finele semestrului I 2003, patru bănci nu respectau nivelul minim obligatoriu de 8 la sută).

**Tabelul 5. Polonia: Indicatori de prudențialitate ai sectorului bancar**

	U.M.	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Creanțe asupra sectorului nefinanciar	%, variație anuală în termeni reali	...	27,7	25,8	16,0	6,7	2,8	3,9*
Credite neperformante acordate sectorului nefinanciar	%, variație anuală în termeni reali	...	31,9	59,0	31,5	27,8	18,1	8,4*
Credite neperformante/ Total creanțe <sup>a</sup> , din care:	%	10,5	10,9	13,7	15,7	18,6	22,0	22,9*
- pierdere/total creanțe	%	5,4	4,9	4,8	5,8	8,5	11,2	11,5*
Rata de adecvare a capitalului	%	12,5	11,7	13,2	12,9	15,1	14,2	13,3*
ROA	%	2,1	0,7	0,9	1,1	1,0	0,5	0,9**
ROE	%	37,0	9,2	12,9	14,5	12,8	6,2	10,3**

Sursa: BNP – *Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks - 2002*;

FMI (2002d, 2003b); FMI – *International Financial Statistics*, noiembrie 2003

<sup>a</sup> credite clasificate în categoriile *substandard*, *îndoielnic* și *pierdere* ca pondere în total creanțe asupra clienților nefinanciar

\* iunie 2003; \*\* semestrul I 2003

În cadrul procesului de reabilitare a sistemului bancar, activitatea de supraveghere prudențială desfășurată de banca centrală a fost dublată de derularea unui program de asistență financiară a

<sup>28</sup> rate de creștere comparativ cu perioadele similare ale anilor precedenți

băncilor comerciale<sup>29</sup> și a celor cooperatiste. Acest sprijin a constat în operațiuni de cumpărare de obligațiuni emise de băncile în cauză, rescontarea unor titluri din portofoliul acestora și acordarea unor credite cu dobândă preferențială, garantate cu efecte de comerț eligibile. Inițiată în 1993, acordarea de asistență financiară băncilor cu probleme a continuat și în perioada ulterioară adoptării regimului de țintire directă a inflației (până în luna ianuarie 2002).

Începând din anul 1994, BNP a acordat o nouă facilitate băncilor aflate în proces de restructurare, constând în posibilitatea obținerii unor scutiri parțiale sau totale în constituirea rezervelor minime obligatorii, pe durata derulării programului de reabilitare<sup>30</sup>. De menționat faptul că în unele perioade (de exemplu, în 1999) băncilor li s-a solicitat utilizarea resurselor financiare astfel eliberate în scopul achiziționării de titluri de stat sau de titluri de valoare emise de BNP, fapt care a constituit pentru băncile respective o sursă suplimentară de venit și, în același timp, le-a conferit un plus de credibilitate în relația cu deponenții. Începând din anul 2001, BNP a renunțat la această practică, toate băncile fiind supuse unui tratament egal.

#### II.1.6. Instrumente eficace de politică monetară

Potrivit prevederilor Strategiilor de politică monetară pentru perioada 1999-2003 și după anul 2003, BNP poate apela, pentru realizarea obiectivului de inflație, la întreaga gamă de instrumente de care dispune – ratele dobânzii, cursul de schimb, operațiunile *open market*, rezervele minime obligatorii. Evoluția primelor două instrumente este prezentată în anexa 4b.

Totuși, o dată cu trecerea la *inflation targeting*, rata dobânzii de referință<sup>31</sup> a devenit principalul instrument de politică monetară (Pruski, 2002), prin care banca centrală influențează direct nivelul ratelor de dobândă aferente depozitelor interbancare cu maturități comparabile. O serie de studii privind mecanismul de transmisie a politicii monetare în Polonia în perioada 1992-1998 (Christoffersen și Wescott, 1999; Kokoszczynski *et al*, 1999 și Wróbel, 1999, citați în Kłos și Wróbel, 2001) au pus în evidență impactul semnificativ și relativ rapid al unui șoc al cursului de schimb asupra inflației, creșterii economice și a salariului nominal, în timp ce un șoc al ratei dobânzii producea, în general, funcții de impuls-răspuns contraintuitive din punct de vedere economic (situație perfect explicabilă în condițiile în care atât inflația, cât și rata dobânzii au scăzut aproape constant în intervalul respectiv). Studii ulterioare (Kłos și Wróbel, 2001) concluzionează însă că transmisia politicii monetare în Polonia evoluează spre un mecanism dominat de canalul ratei dobânzii, iar caracteristicile acestuia sunt din ce în ce mai mult consistente cu teoria economică.

Coridorul de variație a ratei de referință este definit de ratele de dobândă pentru facilitățile permanente oferite de banca centrală, care determină limitele superioară și respectiv inferioară ale fluctuațiilor dobânzii pe piața interbancară, îndeosebi pentru maturitățile cele mai scurte. Din

---

<sup>29</sup> pe baza unor acorduri încheiate în perioada 1993-1994

<sup>30</sup> Această facilitate a fost prevăzută ulterior în Statutul BNP adoptat în anul 1997 (art. 39).

<sup>31</sup> Rata minimă a dobânzii la operațiuni *reverse repo* pe 28 de zile în perioada ianuarie 1999-decembrie 2002 și pe 14 zile din ianuarie 2003.



momentul configurării sale (luna decembrie 2001, data introducerii facilității de depozit), acest coridor s-a îngustat permanent, de la  $\pm 4$  la  $\pm 1,5$  puncte procentuale.

În afara ratelor menționate anterior, gama de instrumente a BNP mai cuprinde și rata dobânzii pentru operațiuni de rescontare<sup>32</sup>, al cărei nivel este reglat în funcție de cel al ratei lombard (ecartul dintre aceste două rate a scăzut de la 1,5 puncte procentuale – nivel înregistrat până în luna septembrie 2002, ajungând în prezent la 1 punct procentual). Deși în Strategia privind politica monetară în perioada 1999-2003 rata dobânzii de rescontare este considerată una dintre ratele-cheie, importanța acestui instrument s-a diminuat progresiv în ultimii patru ani<sup>33</sup>, astfel încât Strategia politicii monetare pentru perioada ulterioară anului 2003 și Orientările de politică monetară pentru anul 2004 nu mai menționează acest tip de dobândă printre instrumentele monetare.

Pe fondul reducerii excesului de lichiditate din sistem și al conversiei unor pasive netranzaționabile ale Trezoreriei în titluri tranzaționabile, în luna septembrie 1999 BNP a redus ratele rezervelor minime obligatorii aferente depozitelor la vedere și la termen în monedă națională (de la 20 la sută și respectiv 11 la sută), stabilind un nivel unic (5 la sută) pentru toate tipurile de rezervă – atât în zloți, cât și în valută. În prezent, rata RMO este de 3,5 la sută urmând să se diminueze în continuare, în vederea apropiierii de nivelul adoptat de Banca Centrală Europeană (2 la sută).

În toată perioada ulterioară trecerii la flotarea liberă a zlotului (aprilie 2000), cursul de schimb nu a fost un instrument activ de politică monetară, BNP încetând intervențiile pe piața valutară încă din iulie 1998.

### II.1.7. Transparență și responsabilitate

Având în vedere caracterul inerțial al inflației în Polonia (Horská, 2002) și faptul că succesul strategiei de țintire directă a inflației este condiționat de ancorarea expectațiilor inflaționiste, și prin urmare, de credibilitatea băncii centrale, promovarea unei politici coerente de informare a publicului era esențială pentru BNP. Astfel, o dată cu implementarea *inflation targeting* au fost introduse și noi instrumente de comunicare cu publicul, prin care s-a urmărit îmbunătățirea transparenței politicii monetare; cele mai importante sunt: (i) *Strategia de politică monetară* (1999-2003 și după 2003), care expune obiectivele pe termen mediu și mijloacele de implementare a acestora; (ii) *Monetary Policy Guidelines*, care prezintă viziunea Consiliului de Politică Monetară al BNP cu privire la obiectivele pe termen scurt ale politicii monetare și sunt înaintate în fiecare an Camerei inferioare a Parlamentului polonez, (iii) *Raportul asupra inflației*, principalul document de analiză al CPM (elaborat cu periodicitate trimestrială începând din anul 2000) și (iv) comunicatele de presă emise după fiecare ședință a CPM<sup>34</sup>, care prezintă evaluarea situației economice curente și decizia de menținere/modificare a parametrilor monetari.

---

<sup>32</sup> Efectuate de băncile comerciale în principal pentru finanțarea achizițiilor de produse agricole.

<sup>33</sup> Băncile nu au mai recurs la acest tip de operațiuni din februarie 2002.

<sup>34</sup> Aceste ședințe au loc cel puțin o dată pe lună (conform Statutului BNP), iar din iulie 2001 sunt preanunțate.

O importantă deficiență a politicii de informare a publicului este faptul că *Raportul asupra inflației* nu include o prognoză cantitativă a inflației, ci numai aprecieri referitoare la probabilitatea atingerii țintei, ceea ce constituie un impediment în ancorarea anticipațiilor inflaționiste ale operatorilor economici.

Responsabilitatea CPM privind atingerea țintei de inflație este întărită de obligativitatea de a publica în Monitorul Economic și Juridic voturile membrilor CPM (după o perioadă de șase săptămâni, dar nu mai târziu de trei luni de la data deciziei – articolul 16, alineatul 4 din Statutul BNP)<sup>35</sup> și de a prezenta anual Camerei inferioare a Parlamentului polonez un raport referitor la obiectivele asumate prin *Monetary Policy Guidelines* (articolul 227, alineatul 6 din Constituție). Există totuși o insuficiență majoră a cadrului instituțional care stabilește responsabilitatea BNP cu privire la îndeplinirea obiectivului de inflație, și anume absența prevederilor referitoare la sancțiunile ce trebuie aplicate în cazul ratării țintei. Deși această omisiune (comună, de altfel, și altor economii emergente ce operează în regim de *inflation targeting*) ar putea fi interpretată ca o lipsă de fermitate a angajamentului băncii centrale față de realizarea obiectivului, ea decurge mai curând din conștientizarea constrângerilor cărora politica monetară trebuie să le facă față în implementarea strategiei (cunoaștere insuficientă a mecanismului de transmisie (serii de date scurte, afectate de rupturi structurale), grad înalt de inerție a inflației, coordonare insuficientă între politica fiscală și cea monetară).

## II.2. Cerințe tehnice

### II.2.1. Alegerea unui indice de prețuri adecvat

BNP a stabilit ținta de inflație pe baza indicelui prețurilor de consum (decembrie/decembrie), explicând alegerea prin faptul că IPC a fost utilizat ca măsură a inflației încă de la începutul perioadei de tranziție, fiind adânc înrădăcinat în percepția publicului. Definirea țintei în termenii inflației de bază ar presupune eliminarea din IPC a unor elemente care influențează puternic percepția publicului asupra evoluției inflației (de exemplu, prețurile alimentelor sau prețul energiei), afectând astfel ancorarea anticipațiilor la nivelul țintei. Totuși, încă de la prima ediție (1998), *Raportul asupra inflației* include o secțiune în care sunt prezentate diferite măsuri ale inflației de bază<sup>36</sup>, precum și referiri la faptul că, fără a se substitui IPC în funcția de obiectiv, aceasta oferă informații importante în procesul de fundamentare a deciziilor de politică monetară.

### II.2.2. Stabilirea intervalului de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp

BNP și-a definit obiectivul de inflație în termenii unei benzi, lărgimea acesteia fiind stabilită inițial la numai 0,5 puncte procentuale (ulterior a fost extinsă la 1,2 puncte procentuale). Decizia inițială a fost motivată prin faptul că, anterior trecerii la țintirea directă a inflației, țintele monetare erau definite ca punct, iar anunțarea unei benzi largi ar fi putut fi interpretată ca o lipsă

---

<sup>35</sup> Transparența procesului decizional este totuși limitată în condițiile în care minutele ședințelor nu sunt prezentate public.

<sup>36</sup> (i) se exclud prețurile administrate; (ii) se exclud prețurile alimentelor și combustibililor; (iii) se exclud cele mai volatile prețuri; (iv) se exclud cele mai volatile prețuri și prețurile combustibililor; (v) 15 la sută *trimmed mean*

de fermitate a angajamentului BNP față de atingerea obiectivului (Jonáš și Mishkin, 2003). Evoluțiile consemnate ulterior (incertitudini asupra conduitei politicii fiscale, șocuri din partea ofertei) au determinat însă CPM să lărgască intervalul de fluctuație la 2 puncte procentuale (tabelul 4).

În ceea ce privește orizontul țintei, BNP anunță ținte anuale, corelate însă cu țintele strategice pe termen mediu. De exemplu, strategia elaborată în septembrie 1998, care trasează direcțiile de acțiune ale politicii monetare pentru anii 1999-2003, fixează ca obiectiv reducerea inflației sub 4 la sută la finele intervalului, țintele anuale stabilite ulterior fiind astfel definite încât să asigure convergența graduală către acest obiectiv.

### II.2.3. Definirea excepțiilor

BNP nu a urmat practica altor bănci centrale cu strategie de *inflation targeting* de a defini explicit situațiile în care sunt acceptabile deviații de la obiectivul de inflație. Totuși, ulterior adoptării noului regim, BNP a prezentat public o analiză detaliată a procesului inflaționist în Polonia (*Raport asupra inflației 2000*), separând influența factorilor monetari pe termen lung asupra inflației curente de cea a stimulilor nemonetari (șocuri din partea ofertei, spirala salarii-prețuri, modificări în regimul fiscal etc.) și a inerției anticipațiilor inflaționiste.

### II.2.4. Capacitatea băncii centrale de a prognoza inflația

Într-un studiu destinat cercetării fezabilității unui regim de *inflation targeting* în Polonia, Christoffersen și Wescott (1999) analizează empiric, pentru perioada 1992-1998, existența unor relații statistice predictibile și stabile între diferite reprezentări ale inflației – IPC, mediană, 20% *trimmed mean*, inflația sectorului privat<sup>37</sup> – și instrumentele de politică monetară. Rezultatele testelor efectuate pun în evidență: (i) existența unor relații (relativ) satisfăcătoare între inflație și cursul de schimb și între inflație și masa monetară, dar nu și între inflație și rata dobânzii de referință; (ii) capacitatea limitată a modelelor econometrice multivariate de a prognoza inflația, în special pentru orizonturi de peste un an; (iii) predictibilitatea sporită a inflației de bază comparativ cu inflația totală. Prin urmare, la momentul adoptării strategiei de țintire directă a inflației, legăturile statistice dintre inflație și variabilele macroeconomice ce ar putea fi utilizate pentru prognoza acesteia nu erau suficient de puternice pentru a permite construirea unui model viabil de prognoză. De altfel, în strategia din septembrie 1998, CPM consideră disponibilitatea limitată a informațiilor necesare pentru evaluarea influenței pe care instrumentele monetare o exercită asupra inflației ca fiind un impediment în aplicarea noii strategii monetare, iar Polanski (2000) menționează cunoașterea insuficientă a mecanismului de transmisie drept una dintre cauzele experienței „problematică” a Poloniei în regim de *inflation targeting*. Nici după cinci ani de la implementarea strategiei situația nu pare să se fi modificat radical, având în vedere faptul că BNP nu publică încă prognoze cantitative ale inflației sau informații despre modelele de prognoză utilizate.

---

<sup>37</sup> Determinată prin excluderea prețurilor administrate din IPC.

## III. UNGARIA

### III.1. Precondiții instituționale

#### III.1.1. Prioritatea obiectivului de inflație

În 2001, prin intrarea în vigoare a noului statut al BNU (Legea LVIII/2001), atingerea și menținerea stabilității prețurilor au devenit obiectivul primordial al politicii monetare, banca centrală putând acorda sprijin politicii economice a Guvernului numai în măsura în care aceasta nu periclitează atingerea țintei de inflație. Totodată, pe fondul unei tendințe evidente de apreciere a cursului de schimb, BNU, în acord cu Guvernul, a renunțat la regimul de curs *crawling peg*<sup>38</sup> și a adoptat unul compatibil cu ERM II, bazat pe o paritate centrală fixă și o bandă de fluctuație de  $\pm 15$  la sută, considerată suficient de largă pentru a asigura flexibilitatea cursului de schimb impusă de noua strategie monetară. Totuși, regimul de curs adoptat și prerogativele Guvernului în stabilirea/modificarea caracteristicilor acestuia echivalau practic cu impunerea unui al doilea obiectiv băncii centrale. Conflictul dintre strategia monetară și regimul de curs a devenit evident ca urmare a tensiunilor valutare din prima parte a anului 2003, prevalența angajamentului față de acesta din urmă determinând ratarea obiectivului de inflație.

Astfel, în momentul atacului speculativ din ianuarie 2003 BNU a fost obligată să intervină în forță în apărarea benzii de fluctuație, posibilitatea de apreciere a parității centrale fiind infirmată prin declarații oficiale, atât din partea BNU (în cadrul comunicatului Consiliului de Politică Monetară (CPM) din 16 ianuarie 2003), cât și din partea Guvernului (la 28 ianuarie 2003, ministrul de finanțe al Ungariei a reafirmat hotărârea comună a Guvernului și a băncii centrale de a menține paritatea centrală cel puțin încă 18-24 de luni). Mai mult decât atât, pentru a stopa atacul și pentru a atenua intensitatea conflictului dintre obiectivul de inflație și cel de curs, guvernatorul BNU a declarat că este probabil ca banca centrală să nu-și atingă ținta de inflație pentru anul 2003 (3,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual) și că politica monetară se va concentra asupra țintei pentru anul 2004 (stabilită tot la nivelul de 3,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual).

#### III.1.2. Independența băncii centrale

Banca Națională a Ungariei dispune de independență în utilizarea instrumentelor de politică monetară fără să ceară sau să accepte instrucțiuni din partea Guvernului (articolul 3 din Statutul BNU), dar prerogativele sale în privința stabilirii țintei de inflație sunt limitate, pentru aceasta fiind necesar acordul Guvernului (statutul nu precizează explicit acest lucru, însă un comunicat de presă<sup>39</sup> de la începutul anului 2003 conține o mențiune în acest sens).

---

<sup>38</sup> În perioada martie 1995-septembrie 2001 în Ungaria a funcționat un regim de curs de schimb *crawling peg* cu pas de depreciere preanunțat și cu o paritate centrală stabilită față de un coș valutar având în componență ECU/euro și dolarul SUA.

<sup>39</sup> *Inflation target set for 2002 successfully met*

Un element de bază al autonomiei băncii centrale îl reprezintă independența financiară. Conform noului statut, BNU nu poate finanța în mod direct Guvernul prin cumpărări de hârtii de valoare emise de acesta pe piața primară și nu poate fi obligată să cumpere instrumente de îndatorare publică pe piața secundară (articolul 16). De asemenea, bugetul operațional și de dezvoltare al BNU este aprobat de Consiliul de Administrație (articolul 52, alineatul (4), litera (d)). Independența financiară a BNU este însă limitată de competențele Curții de Conturi în stabilirea auditorului extern (articolul 45, alineatul (3)).

O limitare importantă a autonomiei operaționale a BNU decurge din implicarea Guvernului în stabilirea regimului de curs valutar, Statutul BNU precizând că Guvernul, în cooperare cu BNU, stabilește regimul de curs de schimb și toți parametrii acestuia: lărgimea benzii, paritatea centrală și structura coșului valutar (articolul 11). Deși articolul respectiv prevede, de asemenea, că modificările operate în regimul de curs de schimb trebuie realizate astfel încât să nu aducă prejudicii obiectivului BNU de realizare și menținere a stabilității prețurilor, în practică, Guvernul și-a folosit prerogativele pentru a subsuma regimul de curs îndeplinirii obiectivului său de creștere economică. În acest fel, a fost încălcată o altă prevedere a Statutului BNU, și anume cea referitoare la faptul că banca centrală nu poate sprijini politica economică a Guvernului dacă există riscul periclitării obiectivului de inflație.

Importanța acestei deficiențe a cadrului instituțional a fost pusă în evidență de atacurile speculative din ianuarie 2003, operatorii financiari mizând pe faptul că angajamentul față de ținta de inflație va impune BNU să accepte aprecierea cursului de schimb și, în consecință, modificarea parității centrale. Date fiind aranjamentul instituțional în vigoare și opoziția Guvernului la schimbarea regimului de curs, BNU a fost obligată să modifice brusc orientarea politicii monetare pentru a rezista presiunilor de apreciere și, în cele din urmă, să anunțe translatarea țintei de inflație în anul 2004 (anunț echivalent cu a recunoaște imposibilitatea atingerii obiectivului pentru anul 2003). Analiztii au interpretat anunțul privind sacrificarea țintei de inflație drept un armistițiu cu Guvernul, preocupat de efectul inhibitor al aprecierii forintului asupra creșterii economice.

Președintele băncii centrale este numit de către Președintele Republicii Ungare pe baza unei recomandări din partea Primului-Ministru și înaintează în fiecare an Parlamentului un raport privind activitatea băncii. De asemenea, pentru numirea în funcție a vicepreședinților și a celorlalți membri ai CPM este necesar acordul Primului-Ministru.

### **III.1.3. Armonizarea politicii monetare cu politicile guvernamentale**

Deficitele bugetare înregistrate în perioada 2001-2002 (de 4,2 la sută și respectiv 9,2 la sută din PIB, metodologie ESA95), rezultate ale unei politici fiscale laxe, de încurajare a cererii interne cu scopul de a susține ritmul creșterii economice în condițiile restrângerii cererii externe, au pus în dificultate politica monetară, care a devenit tot mai restrictivă în încercarea de a contracara presiunile inflaționiste. Chiar dacă au fost înregistrate succese în privința realizării țintelor de inflație pentru 2001 și 2002 (anexa 5a), nivelul ridicat al ratelor de dobândă practicate de banca centrală (9,75 la sută în decembrie 2001 și 8,5 la sută în decembrie 2002) a atras capitalul

speculativ, alimentând dezechilibrele valutare care s-au manifestat în 2003.

Deși au determinat o anumită îmbunătățire a poziției fiscale, măsurile de consolidare fiscală<sup>40</sup> adoptate de Guvern în cursul anului 2003 s-au dovedit insuficiente, dimensiunea deficitului bugetar (5,6 la sută din PIB) depășind cu mult nivelul de 4,5 la sută din PIB<sup>41</sup> asumat prin legea bugetului. Insuccesul măsurilor de ajustare fiscală a subminat credibilitatea autorităților și a atras demiterea ministrului finanțelor în ianuarie 2004. Având în vedere experiența anului 2003, noul ministru al finanțelor Tibor Drascovics a apreciat obiectivul privind deficitul bugetar pe anul 2004 (3,8 la sută din PIB) ca fiind nerealist și nesustenabil, anunțând revizuirea acestuia la 4,6 la sută din PIB. Pentru atingerea noului obiectiv fiscal se are în vedere realizarea unor economii de 120 miliarde forinți (574 milioane dolari, aproximativ 0,6 la sută din PIB) ca urmare a diminuării unor cheltuieli administrative și de investiții ale ministerelor.

Ca rezultat al politicii fiscale expansioniste, datoria publică se situa în perioada premergătoare adoptării sistemului de țintire a inflației la niveluri de 50-60 la sută din PIB. Situația nu s-a îmbunătățit ulterior, nivelul estimat pentru anul 2003 fiind de 57,9 la sută, foarte aproape de plafonul stabilit de criteriile de la Maastricht.

Politica salarială în anul anterior adoptării sistemului de țintire a inflației a fost prudentă, salariile majorându-se în termeni reali cu numai 1,5 la sută. Creșteri salariale s-au consemnat, în principal, în sectorul privat și au fost determinate atât de sporurile de productivitate, cât și de înăsprirea condițiilor pe piața forței de muncă. În următorii doi ani însă, corelația salarii-productivitate nu a mai fost respectată, astfel încât majorarea salariului minim (cu 57 la sută în 2001 și 25 la sută în 2002) și indexarea veniturilor din sectorul public (cu aproape 50 la sută) au exercitat presiuni asupra nivelului general al salariilor, care au crescut cu 8,2 la sută respectiv 12,9 la sută în termeni reali.

În consecință, se poate afirma că lipsa de coordonare între politica monetară, pe de o parte, și politica fiscală și cea salarială, pe de altă parte, a afectat considerabil calitatea *mix*-ului de politici economice, în pofida unui cadru instituțional favorabil armonizării diferitelor componente<sup>42</sup>. Astfel, încercarea de a corecta prin restrictivitate monetară relaxarea fiscală și salarială a afectat creșterea economică (estimată în anul 2002 la 3,3 la sută, în scădere de la 3,8 la sută în 2001 și 5,2 la sută în 2000) și nivelul șomajului (rata șomajului a crescut de la 5,4 la sută în decembrie 2001 la 5,9 la sută în decembrie 2002), singura realizare a perioadei respective fiind îndeplinirea țintelor de inflație.

---

<sup>40</sup> Vizând, în principal, creșterea veniturilor prin majorarea impozitelor și întărirea disciplinei fiscale și mai puțin reducerea cheltuielilor.

<sup>41</sup> Derapajul de la conduita asumată a fost evident încă din luna iunie, când a avut loc o revizuire a obiectivului fiscal la 4,8 la sută; la sfârșitul anului autoritățile susțineau că deficitul bugetar nu va depăși 5,2 la sută.

<sup>42</sup> Conform art. 39, alin. (2) din Statutul BNU, prin intermediul ministrului de finanțe sau al unei persoane desemnate de acesta, Guvernul este reprezentat, fără drept de vot, la ședințele Consiliului de Politică Monetară și ale Consiliului de Administrație.

Dezechilibrul extern al Ungariei s-a accentuat continuu în perioada 1998-2000 (anexa 2), astfel încât la momentul adoptării strategiei de țintire directă a inflației ponderea deficitului de cont curent în PIB depășea 6 la sută. După o ajustare semnificativă în anul 2001 (deficitul de cont curent a fost redus la 3,4 la sută din PIB, de la 6,2 la sută în anul anterior), presiunile electorale din 2002 au generat o nouă deteriorare a conturilor externe. Astfel, ca urmare a creșterii substanțiale a importurilor (susținută de caracterul lax al politicii fiscale și al celei salariale) și a dinamicii mai scăzute a exporturilor (pe fondul climatului de recesiune care a dominat economia zonei euro și al aprecierii nominale a forintului) ponderea deficitului de cont curent s-a majorat la 3,9 la sută din PIB în 2002 și la 6,7 la sută din PIB în 2003. O astfel de conjunctură a accentuat preocuparea Guvernului pentru asigurarea competitivității externe și, prin urmare, tensiunile deja existente între acesta și banca centrală, acuzată de promovarea unei politici monetare excesiv de restrictive, care favorizează intrări speculative de capital și aprecierea monedei naționale.

#### **III.1.4. Curs de schimb flexibil**

Deși în momentul adoptării regimului de țintire directă a inflației banda de fluctuație a cursului de schimb fusese lărgită la  $\pm 15$  la sută, mecanismul existent de *crawling peg/band* nu mai oferea flexibilitatea necesară noilor condiții, devenind un obstacol în calea dezinflației.

În aceste condiții, în octombrie 2001 a fost introdus un regim de schimb compatibil cu ERM II (casetele 1 și 2), caracteristicile acestuia fiind considerate compatibile cu cerințele impuse de strategia de țintire directă a inflației. Ulterior modificării regimului de curs, aprecierea nominală considerabilă înregistrată de moneda națională, lăsată să floteze liber în interiorul benzii aparent confortabile de  $\pm 15$  la sută, a jucat un rol important în accelerarea dezinflației. Liberalizarea cvasideplină a contului de capital și ratele ridicate ale dobânzii, precum și perspectivele deja certe ale unei aderări rapide la Uniunea Europeană au fost principalele cauze ale intrărilor masive de capital, care au provocat o cerere puternică pentru forinți, determinând plasarea cursului de schimb doar în jumătatea apreciată a benzii de fluctuație, cu o tendință de apropiere de marginea benzii. Către sfârșitul anului 2002, această tendință s-a acutizat considerabil, pe fondul intensificării intrărilor de capital speculativ (anexa 5b).

#### **Caseta 1. Succesiunea măsurilor adoptate pe parcursul anului 2001**

##### **mai 2001**

– a fost lărgită banda de fluctuație a cursului de schimb de la  $\pm 2,25$  la sută la  $\pm 15$  la sută

##### **iunie 2001**

– a fost adoptat regimul de țintire a inflației drept cadru de conducere a politicii monetare  
– a fost declarată convertibilitatea deplină a forintului

##### **octombrie 2001**

– abandonarea regimului *crawling peg* și înlocuirea sa cu un nou regim, apropiat de mecanismul ERM

## Caseta 2. Descrierea regimului de curs de schimb adoptat în octombrie 2001

Banda de fluctuație este de +/-15 la sută în jurul parității centrale. În interiorul acesteia, evoluția cursului de schimb este determinată de forțele pieței, dar și BNU are posibilitatea să intervină. Dacă nivelul cursului de schimb ajunge la una dintre marginile benzii, banca centrală este obligată să intervină pe piața valutară (prin cumpărarea sau vânzarea de euro) pentru a asigura menținerea cursului în interiorul benzii de fluctuație. Volumul minim al intervenției BNU este de patru milioane euro. BNU intervine și prin ajustări ale ratei dobânzii. Parametrii regimului de curs de schimb sunt stabiliți de Guvern și BNU.

Conflictul dintre regimul de curs și strategia monetară, semnalat deja de evoluțiile valutare din cursul anului 2002, a devenit evident la începutul anului 2003, când, pe fondul acțiunilor băncilor străine și ale fondurilor de investiții, moneda ungară a fost supusă unui puternic atac speculativ, atingând de mai multe ori limita superioară (apreciere) a benzii de fluctuație admise. Pentru a împiedica ieșirea din bandă a cursului de schimb, BNU a apelat la:

- (i) două scăderi succesive ale dobânzii de bază (cu câte un punct procentual) în zilele de 15 și 16 ianuarie 2003. Cu această ocazie a fost lărgit și coridorul de fluctuație a dobânzilor *overnight* ( $\pm 3$  puncte procentuale față de rata dobânzii de bază a băncii centrale, comparativ cu  $\pm 1$  punct procentual anterior);
- (ii) achiziții masive de pe piața valutară (J.P. Morgan estima că intervențiile din 15-16 ianuarie 2003 au totalizat circa 5 miliarde euro, echivalentul a 8 la sută din PIB);
- (iii) modificarea condițiilor de operare pentru principalul său instrument de politică monetară, prin limitarea la 100 miliarde HUF a sumelor absorbite în cadrul licitațiilor săptămânale de atragere a depozitelor pe termen de două săptămâni. Ca urmare a acestei măsuri, dobânzile pe termen foarte scurt au scăzut la 3-4 la sută, mult sub nivelul de 6,5 la sută al dobânzii la depozitele atrase la două săptămâni. Concomitent, rata dobânzii *overnight* (3,5 la sută) a preluat *de facto* rolul de dobândă de bază.

În aceste condiții, cursul de schimb HUF/EUR s-a depreciat considerabil, ajungând în ultima săptămână a lunii ianuarie la valori care nu mai fuseseră înregistrate din 2001. Vânzările de valută ale BNU s-au limitat la 500 milioane EUR, la un curs de 243,5 HUF/EUR (în cadrul licitației din 28 ianuarie 2003). Cu toate acestea, moneda ungară și-a reluat tendința ascendentă, astfel încât la 30 ianuarie 2003 forintul se afla la 11,9 la sută în jumătatea superioară a benzii de fluctuație (de la 10,3 la sută la 23 ianuarie 2003, nivelul minim înregistrat după acțiunile BNU din 15-16 ianuarie 2003).

La 24 februarie 2003, CPM a decis desființarea limitei cantitative impuse pentru atragerea de către banca centrală a depozitelor pe două săptămâni și a reinstaurat coridorul ratei dobânzii *overnight* de  $\pm 1$  punct procentual față de rata dobânzii de bază. Rata dobânzii la depozitele atrase pe două săptămâni și-a recăpătat rolul de rată de bază.



Politica băncii centrale a fost orientată în continuare către asigurarea unei stabilități a condițiilor monetare. Banca centrală a avut o prezență activă pe piața valutară, reușind să descurajeze capitalurile speculative. Aceste intervenții valutare au contribuit, alături de abandonarea țintei de inflație, la diminuarea volatilității forintului, care s-a situat la un nivel scăzut în perioada februarie-mai 2003 (atât din punct de vedere istoric, cât și comparativ cu volatilitatea monedelor altor țări central și est-europene).

La 26 mai 2003, CPM a anunțat sfârșitul perioadei de refacere și consolidare în urma evenimentelor din ianuarie, recunoscând public practica unor “intervenții tăcute” pe piața valutară la care banca centrală a recurs în această perioadă pentru susținerea forintului. Deoarece operatorii de pe piața valutară au interpretat acest anunț drept o recunoaștere a faptului că forintul a fost menținut artificial de către BNU la un nivel excesiv de apreciat, cursul de schimb a reacționat imediat, depreciindu-se până la nivelul de 255 HUF/EUR în data de 29 mai 2003. Nivelul ridicat al deficitelor gemene a fost o altă sursă a acestei depreciere a forintului, unii investitori străini reducându-și expunerea față de Ungaria datorită majorării primei de risc.

Presiunile *lobby*-ului industrial pentru sprijinirea prin politica de curs de schimb a competitivității externe au făcut ca, la 4 iunie 2003, banca centrală și Guvernul să devalorizeze paritatea centrală cu 2,26 la sută, până la nivelul de 282 HUF/EUR, banda rămânând neschimbată. Astfel, marginea apreciată a benzii a coborât<sup>43</sup>, mișcare care, în opinia Guvernului, nu restricționa politica monetară și ajută la înlăturarea riscului unei supraaprecieri a cursului de schimb care putea să deterioreze competitivitatea exporturilor. În același timp, Guvernul și-a asumat responsabilitatea asigurării realizării parametrilor fiscali compatibili cu prevederile din Programul de preaderare și cu intrarea rapidă în ERM II (la orizontul anului 2005). Intențiile Guvernului au fost întărite de efectuarea imediată a unor ajustări fiscale, care au fost însă apreciate de analiști ca fiind moderate.

Reacționând prompt la devalorizarea parității centrale, cursul de schimb s-a depreciat în data de 4 iunie cu 4 la sută<sup>44</sup>. Piețele au interpretat această depreciere a monedei ca fiind inconsistentă cu politicile și obiectivele băncii centrale. Un nivel de curs situat în proximitatea noii parități centrale era perceput ca incompatibil cu eforturile băncii centrale de îndeplinire a țintei de inflație.

La 5 iunie 2003, cursul de schimb s-a depreciat până la un nivel de 270 HUF/EUR, ceea ce a determinat banca centrală și Ministerul de Finanțe să anunțe că sunt favorabile unei întăriri a monedei naționale, intervalul indicat ca dezirabil fiind cuprins între 250 și 260 HUF/EUR. Rezultatul acestei intervenții declarative s-a concretizat în stabilizarea nivelului cursului de schimb în jurul valorii de 260 HUF/EUR.

---

<sup>43</sup> de la 234,7 HUF/EUR la 240 HUF/EUR

<sup>44</sup> de la un nivel de 257 HUF/EUR la începutul zilei până la 268 HUF/EUR la sfârșitul zilei

### III.1.5. Stabilitatea sistemului financiar

Deși sistemul bancar din Ungaria a fost supus pe parcursul anilor '90 unui amplu proces de consolidare și privatizare, la sfârșitul anului 2000, anul premergător adoptării regimului de țintire directă a inflației, acesta nu se afla într-un stadiu de dezvoltare suficient de avansat. Sistemul bancar era considerat stabil și oferea un nivel adecvat de capitalizare, satisfăcător prin prisma comparațiilor internaționale, însă, din punct de vedere al gradului de intermediere financiară și al eficienței acesteia, progresele înregistrate nu-l plasau printre cele mai atractive din Europa Centrală și de Est.

Gradul de intermediere financiară prin sistemul bancar s-a ameliorat în anul 2000, ca urmare a ritmului rapid de creștere înregistrat de creditul neguvernamental. Creșterea în termeni reali cu 15 la sută a creditului către corporații și cu 32 la sută a celui pentru populație s-a reflectat în extinderea cu 14,7 la sută a activelor sistemului bancar care au depășit 60 la sută din PIB. Totodată, rata rentabilității economice (ROA) a crescut de la circa -2 la sută în 1998 la aproximativ 1,1 la sută în 2000, iar rata rentabilității financiare (ROE) a atins 12,5 la sută, depășind rata anuală a inflației. Explozia activității de creditare s-a produs fără o deteriorare a calității portofoliilor, neexistând necesitatea formării unor provizioane de credit suplimentare, ponderea creditelor clasificate în categoriile *substandard*, *îndoielnic* și *pierdere* scăzând de la 3,7 la sută în 1999 la 2,8 la sută în 2000. Stabilitatea sistemului bancar este pusă în evidență și de nivelul confortabil al ratei de adecvare a capitalului, situată la un nivel de 15 la sută, superior celui recomandat de standardele internaționale.

Restrictivitatea condițiilor monetare (în special aprecierea forintului, care a urmat deciziei de lărgire a benzii de fluctuație a cursului de schimb) a condus în anul 2001 și în trimestrul I 2002 la o atenuare severă a ritmului de creștere a creditului neguvernamental – de la peste 20 la sută în termeni reali în decembrie 2000 la 10,6 la sută în martie 2002<sup>45</sup>. Ulterior, în pofida reducerii ritmului creșterii economice, s-a produs o dinamizare a activității de creditare<sup>46</sup> determinată, în principal, de interesul sporit al băncilor pentru sectorul IMM-urilor (ca urmare a profitabilității atractive a acestora și a saturării segmentului de piață reprezentat de companiile mari) și de majorarea cererii de finanțare pentru proiecte de investiții (clădiri pentru birouri, centre comerciale). Cu toate acestea, gradul de intermediere financiară a rămas modest, atingând 42,3 la sută în anul 2003 (anexa 6).

În ceea ce privește calitatea portofoliului, ponderea creditelor neperformante în total portofoliu s-a menținut la niveluri moderate (tabelul 6), la aceasta contribuind și operațiunea de scoatere în afara bilanțului a unor active neperformante, derulată în anul 2002.

---

<sup>45</sup> variații procentuale față de aceeași perioadă a anului anterior

<sup>46</sup> În a doua parte a anului 2003, ritmurile anuale de creștere au revenit la niveluri de 21-27 la sută în termeni reali.

**Tabelul 6. Ungaria: Indicatori de prudențialitate ai sectorului bancar**

	U.M.	2000	2001	2002	2003
Rata reală de creștere a creditului neguvernamental	%	22,4	10,6	16,3	27,0
Credite neperformante <sup>a</sup> /Total portofoliu	%	2,8	3,0	3,6	3,3
Rata de acedvare a capitalului	%	15,0	13,9	13,0	11,6*
ROA	%	1,06	1,44	1,43	1,58*
ROE	%	12,5	16,2	15,4	17,4*

<sup>a</sup> credite clasificate în categoriile *substandard*, *îndoielnic* și *pierdere*

\* iunie 2003

Surse: BNU – *Financial Stability Report* (2001, 2002, 2003); *website*-ul BNU și al Oficiului Central de Statistică al Ungariei.

În pofida unor vulnerabilități (decurgând din concentrarea portofoliului la nivelul unui grup restrâns de mari debitori, creșterea rapidă a creditului de consum și ipotecar, reținerea sectorului corporatist de a se proteja împotriva riscului valutar), stabilitatea sectorului bancar nu a ridicat probleme care să afecteze conduita politicii monetare și, prin urmare, realizarea obiectivului de inflație. De altfel, nivelul adecvat de capitalizare, profitabilitatea solidă și calitatea ridicată a portofoliului de credite au determinat FMI (2002b, 2003a, 2004c) să evalueze pozitiv sistemul bancar din Ungaria în întreaga perioadă 2000-2003.

### III.1.6. Instrumente eficace de politică monetară

Referitor la mecanismul de transmisie a politicii monetare în Ungaria, FMI (2002c) apreciază că, în timp, canalul dobânzii și cel al creditului pot dobândi o mai mare importanță, însă rolul acestora este deocamdată moderat de structura economiei, caracterizată prin:

- (i) adâncime financiară modestă<sup>47</sup>, situație în care influența directă a ratei dobânzii asupra cererii interne nu este suficient de puternică;
- (ii) grad scăzut de intermediere financiară, determinat în parte de numărul mare al companiilor ungare care recurg la împrumuturi externe (volumul datoriei externe asumate de companii reprezintă circa 20 la sută din PIB);
- (iii) nivel relativ scăzut de îndatorare a firmelor și a populației, ceea ce atenuază impactul modificărilor intervenite în nivelul dobânzilor asupra pozițiilor bilanțiere;
- (iv) exces structural de lichiditate, ceea ce conferă sectorului bancar poziția de creditor net față de banca centrală, diminuând sensibilitatea acestora la modificări ale ratei dobânzii.

Acestor factori li s-au adăugat în ultimii doi ani preferința operatorilor economici pentru creditele în valută, care oferă posibilitatea minimizării costurilor ca urmare a nivelului mai redus al dobânzilor și a tendinței de apreciere a forintului, subvenționarea dobânzii pentru creditul ipotecar, importanța relativ scăzută a depozitului bancar ca formă de economisire (cele mai

<sup>47</sup> La un nivel mediu sub 50 la sută în perioada 2000-2003, raportul M3/PIB este încă scăzut.

răspândite instrumente de economisire sunt contribuțiile la schemele de pensii, polițele de asigurare de viață, contribuțiile la casele de economii pentru domeniul locativ).

În aceste condiții, chiar și după lărgirea benzii de fluctuație, cursul de schimb a rămas cel mai rapid și mai puternic canal de transmisie a politicii monetare, modificările operate de BNU în nivelul ratei dobânzii fiind în bună măsură destinate influențării acestuia.

Rata dobânzii la depozitele atrase de BNU pe două săptămâni funcționează ca rată a dobânzii de bază și constituie principalul instrument de politică monetară. Pentru a preveni fluctuații extreme ale dobânzilor interbancare, BNU menține un coridor al dobânzilor *overnight*. Limita superioară a coridorului este dată de rata dobânzii aferente creditului *overnight* colateralizat, stabilită cu 1 punct procentual peste rata dobânzii de bază; limita inferioară a coridorului este reprezentată de dobânda oferită de BNU pentru facilitatea de depozit (1 punct procentual sub rata dobânzii de bază).

În ceea ce privește utilizarea rezervelor minime obligatorii, acestea reprezintă încă un instrument activ de politică monetară, în perioada 2001-2003 fiind operate următoarele modificări ale mecanismului – diminuarea treptată a ratei rezervelor minime obligatorii de la 11 la sută în iulie 2002 la 5 la sută în septembrie 2002 și apariția Decretului BNU nr. 2/2003 privind rezervele minime (în vigoare de la 1 ianuarie 2004), prin care regimul RMO este aliniat la standardele BCE.

De asemenea, BNU recurge la intervenții pe piața valutară pentru a menține regimul cursului de schimb. Dacă în intervalul cuprins între lunile mai 2001 (momentul lărgirii benzii de fluctuație) și ianuarie 2003 (momentul atacului speculativ) banca centrală nu a fost prezentă pe piața valutară, ulterior intervențiile sale au fost substanțiale.

### **III.1.7. Transparență și responsabilitate**

Principalele elemente ale strategiei de comunicare cu publicul a BNU sunt: (i) *Raportul asupra inflației* (care conține și o prognoză cantitativă de inflație a BNU) și (ii) comunicatele de presă și declarațiile Consiliului de Politică Monetară, în care se anunță (și uneori se fundamentează) modificările operate asupra ratelor oficiale ale dobânzilor (dobânda de bază, cea pentru depozitele ON și cea pentru împrumuturi colateralizate), precum și schimbările intervenite în regimul cursului de schimb și în strategia de politică monetară a băncii centrale. În ceea ce privește ședințele Consiliului de Politică Monetară, un punct pozitiv pe linia transparenței îl reprezintă preanunțarea calendarului ședințelor, însă nepublicarea minutelor reprezintă o deficiență a sistemului de informare a publicului.

În practică, cadrul de transparență și responsabilitate creat de BNU s-a dovedit de mai multe ori deficitar. Abandonarea țintelor inițiale de inflație pentru anii 2003 și 2004 fără anunțarea unor noi niveluri<sup>48</sup>, precum și neconcordanțele dintre declarațiile guvernatorului și deciziile sau

---

<sup>48</sup> Nu au fost anunțate noi ținte pentru anii respectivi, ci doar translatarea cu un an a țintelor inițiale.

intervensiile efective ale BNU au afectat credibilitatea instituției. În plus, în rapoartele asupra inflației publicate de BNU nu se regăsește o asumare formală a responsabilității băncii centrale pentru devierea de la țintele inițiale de inflație. De altfel, nivelul de responsabilizare a băncii centrale pentru neîndeplinirea obiectivului de inflație nu este clar precizat (mai ales prin comparație cu Banca Rezervelor din Noua Zeelandă și cu Banca Angliei): BNU nu este obligată să ofere justificări pentru devierea de la țintele inițiale și nici nu sunt prevăzute sancțiuni pentru astfel de situații.

După atacul speculativ de la începutul anului 2003, BNU a fost dur criticată de către Comisia de Buget a Parlamentului Ungariei, care, printr-o declarație publică, a acuzat conducerea băncii centrale pentru incapacitatea asigurării stabilității sistemului financiar. Guvernatorului BNU i se reproșa faptul că nu a inițiat măsurile necesare prevenirii speculațiilor și că, prin declarații care au accentuat climatul de incertitudine, a generat reacții care au pus într-un real pericol stabilitatea sistemului financiar. Critica viza inconsistența evidentă dintre declarațiile repetate ale guvernatorului BNU privind inexistența condițiilor pentru reducerea ratei dobânzii în luna ianuarie și măsurile efectiv adoptate la mijlocul aceleiași luni, comportament care fusese observat și în ultimele două luni ale anului 2002<sup>49</sup>.

## **III.2. Cerințe tehnice**

### **III.2.1. Alegerea unui indice de prețuri adecvat**

BNU își fixează obiectivul de inflație în funcție de IPC (decembrie/decembrie), având la bază ideea potrivit căreia acest indice este publicat de Biroul Central de Statistică cu o frecvență convenabilă, este cunoscut de public, iar banca centrală nu este implicată în calculare (în caz contrar, ar putea exista suspiciuni în privința corectitudinii acestuia). Seria inflației de bază nu s-a dovedit a fi caracterizată de mai multă stabilitate decât cea măsurată prin IPC (chiar dacă se consideră că principalul avantaj al acesteia ar fi stabilitatea) iar, prin prisma criteriilor de convergență, nivelul inflației trebuie atins în termeni de HICP, mult mai apropiat de IPC decât de inflația de bază.

### **III.2.2. Stabilirea intervalului de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp**

BNU și-a definit obiectivul de inflație sub forma unui punct cu interval de fluctuație simetric ( $\pm 1$  la sută), care oferă suficientă flexibilitate în condițiile în care, sub influența unor șocuri, trendul creșterii prețurilor se abate temporar de la ținta de inflație (tabelul 7). În ceea ce privește orizontul de timp, banca centrală a Ungariei stabilește anual țintele de inflație, pentru următorii doi ani. Motivația pentru această alegere este dată de întârzierea de aproximativ un an și jumătate

---

<sup>49</sup> În lunile noiembrie și decembrie 2002 BNU a redus cu câte 0,5 puncte procentuale rata dobânzii de bază deși declarațiile anterioare ale guvernatorului și comunicatele BNU și ale Consiliului de Politică Monetară subliniaseră absența unui climat macroeconomic care să permită relaxarea monetară. Inversarea orientării politicii monetare nu a afectat obiectivul de inflație pentru anul 2002, dar nici nu a calmat piețele financiare, inducând tensiunile valutare de la începutul anului 2003.

cu care se manifestă impactul creșterii sau scăderii dobânzii băncii centrale asupra evoluției prețurilor. În condițiile unor șocuri repetate asupra ratei inflației, banca centrală va răspunde prompt prin schimbarea politicii numai după ce măsurile luate anterior au avut impactul total.

**Tabelul 7. Ungaria: Performanța băncii centrale în atingerea obiectivului de inflație**

Anul	Ținta de inflație (%)	Rata efectivă a inflației (%)	Devierea de la țintă* (puncte procentuale)
2001	7% ± 1pp	6,8	-
2002	4,5 ± 1pp	4,8	-
2003	3,5 ± 1pp	5,7	+1,2

\* relativ la intervalul de fluctuație

### III.2.3. Definirea excepțiilor

Cadrul instituțional care definește strategia monetară a BNU nu conține precizări explicite referitoare la situațiile în care sunt acceptabile deviații de la obiectivul de inflație. *Raportul asupra inflației* include însă ample comentarii referitoare la inflația de bază, introducerea acestora (în decembrie 1999) fiind motivată prin necesitatea separării elementelor de inflație monetară.

### III.2.4. Capacitatea băncii centrale de a prognoza inflația

Întrucât regimul de țintire a inflației a fost adoptat relativ recent, sistemul de instrumente de analiză și prognoză al BNU este în curs de dezvoltare. Modelul de prognoză include elemente atât pentru economia reală, cât și pentru inflație, orizontul de timp ales fiind de 6-8 trimestre. Scenariul economiei reale este construit pe baza unor ecuații econometrice parțiale și a unor studii sectoriale, în timp ce proiecțiile de inflație ale băncii centrale sunt elaborate printr-o combinație de metode (informații de specialitate, concluzii ale ecuațiilor econometrice și tehnici de prognoză statistică) ale căror rezultate sunt comparate pentru identificarea proiecției finale. Caracteristic este faptul că decidenții de politică monetară sunt în mod explicit angajați în elaborarea prognozelor, proiecțiile finale reflectând, în mare măsură, opinia acestora. Setul de proiecții și simulări de șocuri elaborat de departamentul de cercetare este discutat și modificat într-o manieră interactivă. Prognoza finală este elaborată cu o săptămână înaintea publicării acesteia, încorporând toate modificările apărute de-a lungul acestui proces.

## IV. CONCLUZII

**1. Adoptarea regimului de țintire directă a inflației în cele trei țări din Europa Centrală<sup>50</sup> a favorizat coborârea durabilă a ratei anuale a inflației sub pragul de 10 la sută, în proximitatea căruia aceasta manifestase anterior o tendință de stabilizare. Implementarea noului regim de politică monetară a înfrânt inerția expectațiilor inflaționiste; dacă încadrarea în țintele de inflație prestabilite a constituit o provocare majoră pentru autoritățile monetare, dovedindu-se mult mai dificilă decât în țările cu economie dezvoltată, progresul dezinflației a fost substanțial (anexa 2). Îndeplinirea criteriului de la Maastricht privind inflația nu mai prezintă dificultăți deosebite, mai ales pentru Polonia și Republica Cehă, care au înregistrat în 2002 ritmuri medii anuale de creștere a prețurilor de consum situate sub 1 la sută, net inferioare ratei indicelui armonizat al prețurilor de consum din zona euro (2,1 la sută).**

**2. În literatura de specialitate s-a conturat viziunea că regimul de țintire directă a inflației, prin mandatul acordat băncii centrale pentru utilizarea instrumentelor de politică monetară în scopul îndeplinirii țintei de inflație asumate, determină mediile politice să conștientizeze că aceasta va fi urmărită cu fermitate și nu va fi sacrificată pentru realizarea altor obiective economice sau sociale, presiunile pentru promovarea unei politici monetare expansioniste fiind astfel descurajate. Printre cei mai cunoscuți promotori ai acestei abordări se numără Rudebusch și Walsh (1998), care subliniază că adoptarea acestui regim de politică monetară conduce la izolarea băncii centrale de presiuni politice, și Mishkin (2000), care consideră că țintirea inflației mută subiectul dezbaterii privind politica monetară dinspre ceea ce aceasta nu poate realiza pe termen lung (creșterea economică, diminuarea șomajului sau ameliorarea competitivității externe) către ceea ce poate asigura: controlul asupra inflației.**

Experiența recentă a Republicii Cehe, a Poloniei și a Ungariei pare să infirme această linie de gândire. **După adoptarea regimului de țintire directă a inflației, relațiile dintre băncile centrale și guvernele celor trei țări s-au tensionat considerabil**, ajungându-se la situații în care cadrul instituțional (bine conturat din perspectivă legislativă) a fost încălcat sau modificat pentru a se da prioritate altor obiective economice.

În Republica Cehă, independența băncii centrale a fost restrânsă temporar în primul semestru al anului 2001 prin adoptarea unor amendamente la legea Statutului BNC. O tentativă similară a avut loc în Polonia în ultima parte a anului 2001, modificările legislative propuse de cercuri apropiate Guvernului nefiind însă adoptate. Totuși, guvernatorul BNP, Leszek Balcerowicz, a continuat să fie supus unor presiuni și critici dure pentru a fi determinat să promoveze o politică monetară expansionistă. În plus, faptul că guvernele au prerogative în ceea ce privește stabilirea și modificarea regimului de curs a creat probleme băncilor centrale din cele trei țări, mai ales în Polonia (în 1999) și în Ungaria (în 2003).

---

<sup>50</sup> Caracteristicile regimului de țintire directă a inflației în cele trei țări sunt prezentate în anexa 1.

În Ungaria, banca centrală a promovat o politică monetară restrictivă în anii 2001 și 2002, însă în 2003 a abandonat ținta anuală de inflație și a cedat presiunilor Guvernului pentru devalorizarea parității centrale a monedei naționale față de euro.

În Republica Cehă și Polonia, băncile centrale au rezistat presiunilor politice și au imprimat politicii monetare o conduită antiinflaționistă fermă, chiar și cu prețul încetinirii considerabile a ritmului de creștere economică și al majorării ratei șomajului. În cazul Poloniei, FMI (2003c) apreciază că, deși a fost obținut cu costuri economice semnificative, nivelul redus al inflației constituie o realizare majoră; dacă inflația va fi menținută și în continuare la actualul nivel, beneficiile în planul creșterii economice și al atragerii investițiilor străine vor fi substanțiale.

Se poate considera că băncile centrale din aceste două țări au ieșit întărite din confruntarea cu autoritățile politice, reușind să consolideze credibilitatea demersului antiinflaționist. Totuși, “oportunismul dezinflaționist” (Jonáš, 2000; Kotlán și Navrátil, 2003) de care au dat dovadă autoritățile monetare ale acestor țări, profitând de șocuri exogene favorabile pentru a accelera viteza dezinflației dincolo de țintele prestabilite, chiar și în condițiile unei încetiniri severe a creșterii economice, a fost de natură să afecteze predictibilitatea politicii monetare și să provoace reacții negative din partea mediului politic și de afaceri.

**Stabilirea țintei de inflație de către banca centrală în cooperare cu Guvernul și anunțarea sa publică printr-un document asumat de cele două instituții ar putea fi o modalitate de a determina Guvernul să promoveze politici consistente cu aceasta.** Totodată, Guvernul ar fi mai puțin credibil dacă ar încerca să plaseze responsabilitatea pentru o eventuală neîndeplinire a obiectivului de creștere economică asupra politicii monetare.

De asemenea, participarea unui reprezentant al Guvernului la ședințele Consiliului/Comitetului de Politică Monetară sau ale Consiliului de Administrație – element existent în aranjamentele instituționale din toate cele trei țări – ar putea contribui la o coerență sporită a *mix*-ului de politici economice. Deși Comisia Europeană consideră această prevedere drept o limitare a independenței instituționale a băncii centrale, recomandând Poloniei, în repetate rânduri, eliminarea articolului respectiv din Statutul BNP, o astfel de practică se regăsește și în cazul unor bănci centrale din țări industrializate (Anglia, Canada, zona euro).

**3. Deteriorarea contului curent al balanței de plăți în Polonia și Republica Cehă nu a afectat conducerea politicii ratei dobânzii, conduita restrictivă promovată în scopul temperării inflației limitând și dimensiunile dezechilibrului extern** (prin comprimarea cererii interne). În ceea ce privește susținerea competitivității externe prin politica de curs de schimb, BNP nu a intervenit deloc pe piața valutară, în timp ce BNC a intervenit episodic prin cumpărări de valută, care au atenuat trendul aprecierii reale, fără să periclitizeze totuși îndeplinirea obiectivului de inflație. În Ungaria, banca centrală a recurs la relaxarea politicii monetare atât prin reduceri succesive ale ratei dobânzii (subordonate obiectivului moderării intrărilor de capital), cât și prin devalorizarea parității centrale a forintului (efectuată pentru protejarea competitivității externe), abandonând orientarea antiinflaționistă. Trebuie remarcat faptul că banda de fluctuație de  $\pm 15$  la sută, aparent confortabilă, a intrat în conflict cu ținta de inflație a



Băncii Naționale a Ungariei, situație care a prilejuit declanșarea în ianuarie 2003 a unui puternic atac speculativ asupra forintului. Unul dintre costurile majore ale utilizării politicii ratei dobânzii pentru respingerea acestui atac a fost ratarea țintei de inflație.

**Flotarea cursului de schimb (atât cea liberă practică în Polonia, cât și cea controlată – dar fără recurgerea la intervenții masive – utilizată în Republica Cehă) nu a incomodat funcționarea regimului de țintire directă a inflației, în timp ce banda de fluctuație a cursului de schimb adoptată în Ungaria (pentru asigurarea consistenței cu mecanismul ERM II) a devenit un obstacol major în calea atingerii obiectivului de inflație.**

**4. Relaxarea fiscală a fost o coordonată comună a mix-urilor de politici economice din cele trei țări; măsura în care aceasta a afectat eficacitatea politicii monetare în realizarea obiectivelor de inflație a fost însă diferită.** Dacă în Republica Cehă natura nemonetară a surselor finanțării deficitului bugetar și costurile reduse ale acesteia au limitat impactul relaxării fiscale asupra politicii monetare, neînregistrându-se presiuni inflaționiste semnificative, în Polonia și Ungaria derapajele fiscale au complicat considerabil sarcina băncii centrale, îndeplinirea țintelor de inflație impunând o conduită extrem de restrictivă a politicii ratei dobânzii.

**5. Fragilitatea sistemelor bancare la momentul adoptării regimului de țintire a inflației a constituit un element de vulnerabilitate în Republica Cehă și Polonia.** Calitatea scăzută a activelor bancare (creditele neperformante având ponderi îngrijorătoare) și întârzierile consemnate în procesul de privatizare a acestui sector au făcut ca băncile să depășească cu greu perioadele în care politica monetară restrictivă și volatilitatea cursului de schimb s-au combinat cu recesiunea sau stagnarea economică. Accelerarea privatizării băncilor și creșterea prudențialității în activitatea de creditare (însoțită de reorientarea către plasamente cu grad redus de risc) au permis depășirea treptată a acestei situații, producerea unei crize bancare de anvergură, care să impună activarea funcției de împrumutător de ultimă instanță a băncii centrale, fiind în prezent extrem de improbabilă.

**6. Experiența Republicii Cehe, Poloniei și Ungariei arată că succesul strategiei de țintire directă a inflației într-o economie emergentă depinde în mare măsură de îndeplinirea precondițiilor, o importanță deosebită prezentând-o armonizarea durabilă a politicii monetare cu celelalte politici economice.** Dacă aceste premise nu sunt asigurate, se ajunge fie la ratarea țintei de inflație, fie la îndeplinirea acesteia cu costuri excesive în planul creșterii economice, al șomajului sau al echilibrului extern. Pentru evitarea unor astfel de situații, se impune identificarea momentului adecvat al adoptării acestui regim de politică monetară și pregătirea terenului prin ameliorarea progresivă a stadiului de îndeplinire a precondițiilor instituționale și tehnice.

## BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

- Banca Națională a Cehiei, 2000** *The Setting of the Inflation Target for 2001*
- Banca Națională a Cehiei, 2001** *The Setting of the Inflation Target for 2002-2005*
- Banca Națională a Cehiei, 2002** *Strategy for Dealing with the Exchange Rate Effects of Capital Inflows from Privatization of State Property and from other Foreign Exchange Rate Revenues of the State*
- Banca Națională a Cehiei, 2003** *Indicators of Monetary and Economic Development*  
*The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System*
- Banca Națională a Cehiei, 2004** *Monetary Policy of the Czech National Bank: Principles, Procedures and Instruments*
- Banca Națională a Cehiei** *Inflation Report, seria 1998-2004*
- Banca Națională a Poloniei, 1998** *Medium-Term Strategy of Monetary Policy (1999 – 2003)*
- Banca Națională a Poloniei, 2003** *Monetary Policy Strategy beyond 2003*
- Banca Națională a Poloniei** *Annual Report, seria 1993 – 2002*  
*Inflation Report, seria 1998 - trim.I 2003*  
*Monetary Policy Guidelines, pentru anii 2000 - 2004*  
*Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks, seria 1999 – sem.I 2003*
- Banca Națională a Ungariei** *Financial Stability Report, seria 2001-2003*  
*Monetary Policy in Hungary, august 2002*  
*Quarterly Report on Inflation, seria 2001-2003*
- Bednarski, P.; Osiński, J., 2002** *Financial Sector Issues in Poland, lucrare prezentată la Seminarul “Financial sector structure and functioning in accession countries”, Banca Centrală Europeană, 24-25 octombrie 2001*

- Borowski, J.; Brzoza-Brzezina, M.; Szpunar, P.**, 2002 *Exchange rate regimes and Poland's participation in ERM II*, lucrare prezentată la Seminarul "Exchange rate issues in accession countries", Banca Centrală Europeană, 21 octombrie 2002
- Čech Z.**, 2003 *Financial Intermediation and the Role of Banking Sector in the Czech Republic*, lucrare prezentată la Conferința "Financial Intermediation in the EU Candidate Countries: the Banking Sector Role", European Institute, Sofia, 11 aprilie 2003
- Christoffersen, P.F.; Sløk T.; Wescott, R.F.**, 2001 *Is Inflation Targeting Feasible in Poland?*, în publicația "Economics of Transition" No. 9/2001, p. 153-174, McGill Finance Research Centre, McGill University, Montreal
- Christoffersen, P.F.; Wescott, R.F.**, 1999 *Is Poland Ready for Inflation Targeting?*, IMF WP/99/41
- Clinton K.**, 2000 *Strategic Choices for Inflation Targeting in the Czech Republic*, în "Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic", IMF Monetary and Exchange Affairs Department
- Comisia Europeană**, 1998 – 2002 *Regular Report on Czech Republic's Progress towards Accession*
- Regular Report on Hungary's Progress towards Accession*
- Regular Report on Poland's Progress towards Accession*
- Comisia Europeană**, 2003a *Comprehensive Monitoring Report on the Czech Republic's Preparations for Membership*
- Comisia Europeană**, 2003b *Comprehensive Monitoring Report on Hungary's Preparations for Membership*
- Comisia Europeană**, 2003c *Comprehensive Monitoring Report on Poland's Preparations for Membership*
- FMI**, 1998 *Inflation and its Determinants in the Czech Republic*, în *Czech Republic: Selected Issues*
- FMI**, 1999 *IMF Conclusions Article IV Consultation with Czech Republic*

<b>FMI, 2000a</b>	<i>Czech Republic: Staff Report for the 2000 Article IV Consultation</i>
<b>FMI, 2000b</b>	<i>Republic of Poland: Staff Report for the 1999 Article IV Consultation</i>
<b>FMI, 2001a</b>	<i>Czech Republic: 2001 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2001b</b>	<i>Modelling inflation in the Czech Republic: short-run and long-run dynamics</i> în <i>Czech Republic: Selected Issues and Statistical Appendix</i>
<b>FMI, 2001c</b>	<i>Republic of Poland: 2000 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2001d</b>	<i>Republic of Poland: Financial System Stability Assessment</i>
<b>FMI, 2002a</b>	<i>Czech Republic: 2002 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2002b</b>	<i>Hungary: 2002 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2002c</b>	<i>Inflation Targeting in Hungary: Implementation and Policy Challenges</i> , în “ <i>Hungary: Selected Issues and Statistical Appendix</i> ”
<b>FMI, 2002d</b>	<i>Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2003a</b>	<i>Hungary: 2003 Article IV Consultation Discussions, Preliminary Conclusions</i>
<b>FMI, 2003b</b>	<i>Republic of Poland: 2003 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2003c</b>	<i>Republic of Poland: Concluding Statement of the IMF Staff Mission</i>
<b>FMI, 2004a</b>	<i>Czech Republic: 2003 Article IV Consultation - Staff Report</i>
<b>FMI, 2004b</b>	<i>The Monetary Policy Transmission Mechanism in the Czech Republic</i> , în “ <i>Czech Republic: Selected Issues and Statistical Appendix</i> ”
<b>FMI, 2004c</b>	<i>Hungary: Article IV Consultation, Preliminary Conclusions</i>

- Holub T.**, 2003 *Foreign Exchange Interventions under Inflation Targeting: The Czech Experience*, lucrare prezentată la CEPR/Deutsche Bank Research Workshop, Kronberg
- Horská, H.**, 2002 *Inflation Targeting in Poland – A Comparison with the Czech Republic*, Prague Economic Papers No. 3/2002, University of Economics, Praga
- Hrnčíř M., Šmidkova K.**, 1999 *The Czech Approach to Inflation Targeting*, în “Workshop on Inflation Targeting”, Banca Națională a Cehiei, Praga
- Hrnčíř M., Šmidkova K.**, 2000a *Inflation Targeting in the Czech Republic* în Mahadeva, L., Sterne, G.. - “Monetary Policy Frameworks in a Global Context”, Routledge, Londra
- Hrnčíř M., Šmidkova K.**, 2000b *Dinsinflating with Inflation Targeting: Lessons from the Czech experience*, în “Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic”, IMF Monetary and Exchange Affairs Department
- Jonáš J.**, 2000 *Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience*, în “Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic”, IMF Monetary and Exchange Affairs Department
- Jonáš J., Mishkin F.S.**, 2003 *Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects*, NBER Working Papers No. 9667, Cambridge Massachusetts
- Kłos, B.; Wróbel, E.**, 2001 *The Monetary Transmission Mechanism and the Structural Modelling of Inflation at the National Bank of Poland*, BIS Paper No. 8 (part 10)
- Kotlán V., Navrátil D.**, 2003 *Inflation Targeting as a Stabilization Tool: its Design and Performance in the Czech Republic*, Czech Journal of Economics and Finance No. 53
- Łyziak, T.**, 2001 *Monetary Transmission Mechanism in Poland. Theoretical Concepts vs. Evidence*, Research Department Paper No. 19, Banca Națională a Poloniei
- Matalik I., Slavik M.**, 2003 *Fiscal Issues and Central Bank Policy*, în “Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies”, BIS Papers No. 20/2003
- Matoušek R., Taci A.**, 2002 *Direct Inflation Targeting in the Light of Nominal Convergence: The Czech Case*, Programul ACE, Varșovia

- Ministerul Finanțelor Publice al Republicii Cehe, 2003** *Budgetary Outlook 2003-2006: Concept of Public Budgets Reform*
- Mishkin, F.S., 2000** *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper No. 7618, Cambridge, Massachusetts
- OCDE** *Economic Survey of the Czech Republic*, seria 2001-2003, OECD Observer, Policy Brief
- Economic Survey of Poland*, seria 1999 – 2002, OECD Observer, Policy Brief
- Orlowski, L.T., 2000** *A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies*, ZEI Working Paper No. B11-2000, Universität Bonn
- Polański, Z., 2000** *Poland's Experience with Inflation Targeting*, lucrare prezentată la Conferința "Inflation Targeting", Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, 19-20 octombrie 2000
- Pruski, J., 2002** *Poland as an Example of Successful Transition From Inflation Targeting Lite to Fully Fledged Inflation Targeting*, lucrare prezentată la Conferința "Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems", FMI, Washington, D.C., 16–17 septembrie 2002
- Rozkrut, M., 2003** *The Monetary and Fiscal Policy Mix in Poland*, BIS Papers No. 20/2003
- Rudebusch, G., Walsh, C., 1998** *U.S. Inflation Targeting: Pro and Con*, FRBSF Economic Letter 98-18, San Francisco

# **ANEXE**

### Caracteristicile regimului de țintire a inflației în Republica Cehă, Polonia și Ungaria

	Republica Cehă	Polonia	Ungaria
<b>Data introducerii regimului de țintire a inflației</b>	ianuarie 1998	ianuarie 1999	iunie 2001
<b>Ținta inițială</b>	5,5 - 6,5 %	8-8,5% (revizuită ulterior la 6,6-7,8%)	7% +/-1pp
<b>Ținta curentă</b>	2-4 %	2,5% +/-1pp	3,5% +/-1pp
<b>Ținta pe termen lung</b>	2-4 %	2,5% +/-1pp	3%
<b>Indicele utilizat ca țintă</b>	inflația netă (1998 -mar.2001) IPC (din aprilie 2001)	IPC	IPC
<b>Organismul decizional</b>	Consiliul de Administrație	Consiliul de Politică Monetară	Consiliul de Politică Monetară
<b>Numărul de membri</b>	7	10	7-9
<b>Durata mandatului</b>	6 ani	6 ani	6 ani
<b>Procesul decizional</b>	vot (majoritate simplă)	vot (majoritate simplă)	vot (majoritate simplă)
<b>Publicarea minutelor</b>	da (cu decalaj de maximum 2 săptămâni)	numai voturile	nu
<b>Stabilirea țintei</b>	BNC	BNP	BNU și Guvern
<b>Anunțarea țintei</b>	strategia de politică monetară comunicat de presă	strategia de politică monetară comunicat de presă	comunicat de presă
<b>Principalul instrument de politică monetară</b>	rata dobânzii <i>reverse repo</i> la 2 săptămâni	rata dobânzii <i>reverse repo</i> la 14 zile	rata dobânzii la depozitele atrase pe 2 săptămâni
<b>Data publicării primului Raport asupra inflației</b>	aprilie 1998	iunie 1999	noiembrie 1998
<b>Frecvența aparițiilor</b>	trimestrial	trimestrial	trimestrial
<b>Elaborarea prognozei</b>	experți BNC + sector privat	...	experți BNU + CPM
<b>Publicarea prognozei</b>	da	nu	da

Sursa: BNC, BNP, BNU



## Principali indicatori macroeconomici

		Republica Cehă (1998)	Polonia (1999)	Ungaria (2001)	
<b>PIB real<sup>a</sup></b> variație față de anul anterior, %	1997	-0,8	6,8	4,6	
	1998	-1,0	4,8	4,9	
	1999	0,5	4,1	4,2	
	2000	3,3	4,0	5,2	
	2001	3,1	1,0	3,8	
	2002	2,0	1,4	3,3	
<b>Rata inflației<sup>b</sup></b>	<b>medie anuală, %</b>	1997	8,5	14,9	18,3
		1998	10,7	11,8	14,3
		1999	2,1	7,3	10,0
		2000	3,9	10,1	9,8
		2001	4,7	5,5	9,2
		2002	1,8	1,9	5,3
	<b>dec./dec., %</b>	1997	10,0	13,2	18,4
		1998	6,8	8,6	10,3
		1999	2,5	9,8	11,2
		2000	4,0	8,5	10,1
		2001	4,1	3,6	6,8
		2002	0,6	0,8	4,8
		2003	1,0	1,7	5,7
		<b>Sold cont curent<sup>c</sup>/ PIB, %</b>	1997	-6,7	-3,0
1998	-2,2		-4,3	-4,7	
1999	-2,7		-7,5	-5,1	
2000	-5,3		-6,1	-6,2	
2001	-5,7		-3,9	-3,4	
2002	-6,4		-3,5	-3,9	
<b>Deficit fiscal / PIB, %</b>	<b>metodologie FMI/GFS<sup>d</sup></b>	1997	-1,2 [-1,4]	...	-4,8
		1998	-1,5 [-1,4]	-2,5	-4,8
		1999	-0,6 [-2,4]	-2,9	-3,7
		2000	-3,1 [-3,4]	-3,1	-3,6
		2001	-2,4 [-2,8]	-5,4	-3,0
		2002	-0,5 [-3,9]	-6,7	-9,5
		2003e	-5,6 [-4,5]	-6,9	-5,5
		2004p	-5,5 [-5,2]	-6,1	-4,6
	<b>metodologie ESA95<sup>g</sup></b>	1998	-4,5	-2,3	-8,0
		1999	-3,7	-2,0	-5,6
		2000	-4,0	-2,5	-3,0
		2001	-5,8	-3,1	-4,2
		2002	-7,1	-3,9	-9,2

( ) anul trecerii la țintirea directă a inflației

[ ] exclusiv venituri din privatizare și subvenții aferente operațiunilor cvasifiscale

e - estimare

p - prognoză

Sursa:

<sup>a</sup> Cehia și Ungaria: *website* -urile oficiilor naționale de statistică;

Polonia: *EBRD - Transition Report, 2003*

<sup>b</sup> *website* -urile oficiilor naționale de statistică

<sup>c</sup> *website* -urile băncilor centrale

<sup>d</sup> Cehia: *website* -ul Ministerului Finanțelor;

Polonia: *IMF - 2003 Article IV Consultation - Staff Report*, iunie 2003;

Ungaria: *IMF - Selected issues and Statistical Appendix*, iunie 2002;

*IMF - 2003 Article IV Consultation - Staff Report*, mai 2003.

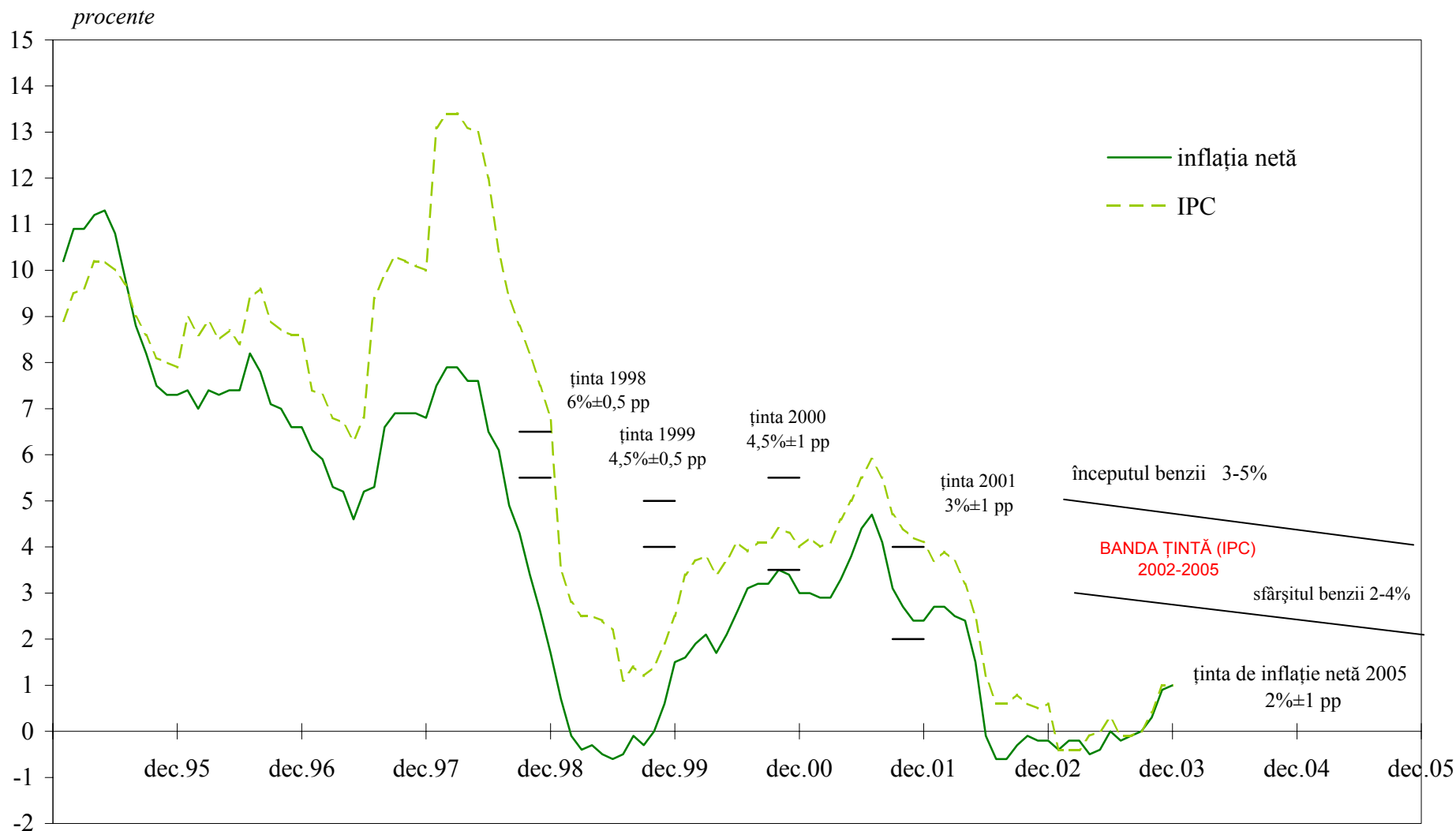
<sup>g</sup> 1998: *European Commission - Comprehensive monitoring report on Czech Republic's preparations for membership, 2003*

*European Commission - Comprehensive monitoring report on Hungary's preparations for membership, 2003*

*European Commission - Comprehensive monitoring report on Poland's preparations for membership, 2003*

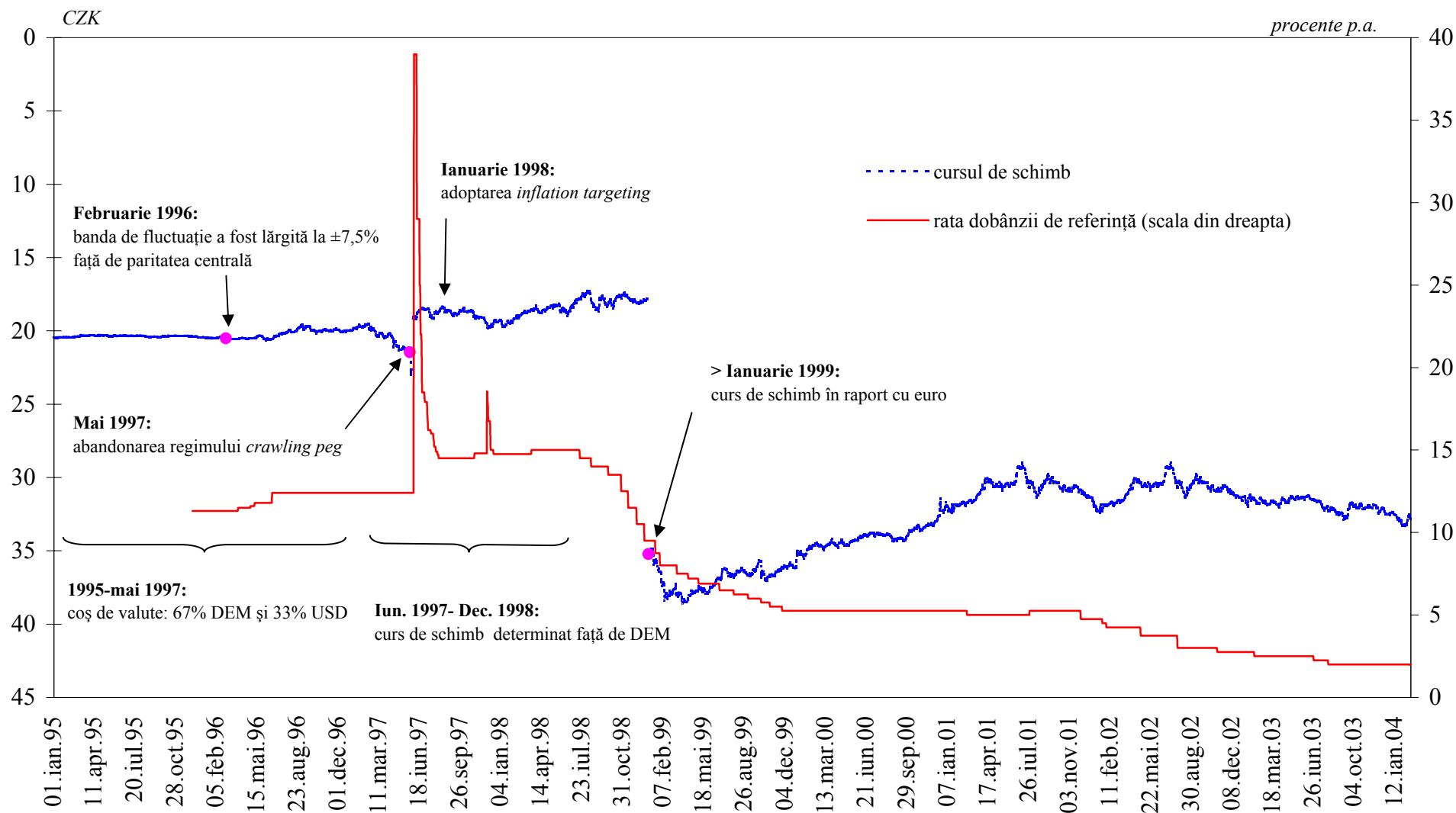
1999-2002: *European Commission - Autumn 2003 Economic Forecasts*

### Republica Cehă: Inflația netă, inflația determinată pe baza IPC și ținta de inflație



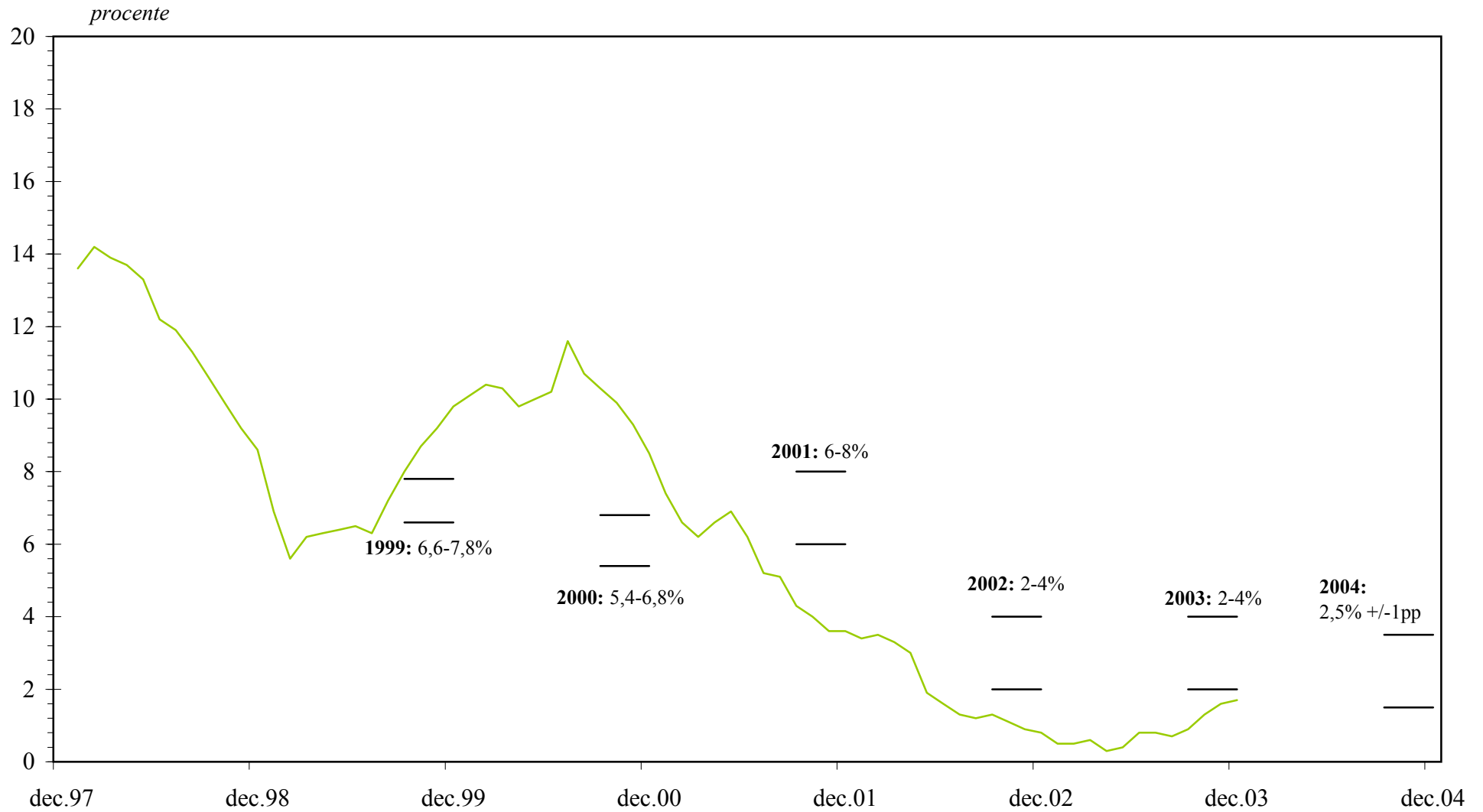
Sursa: oficiul național de statistică, BNC

## Republica Cehă: Cursul de schimb și rata dobânzii de referință



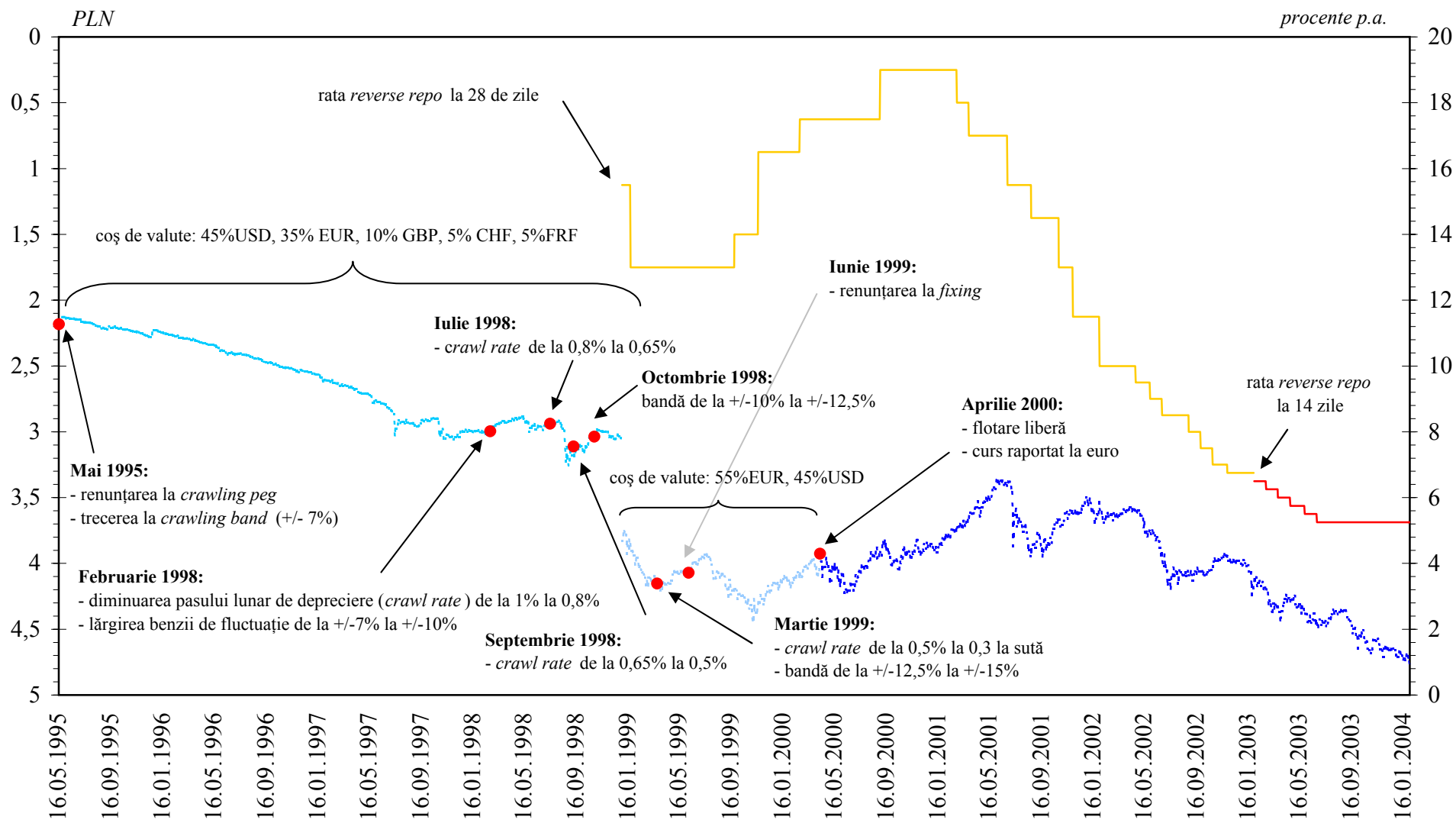
Sursa: BNC

**Polonia: Rata anuală a inflației și ținta de inflație**



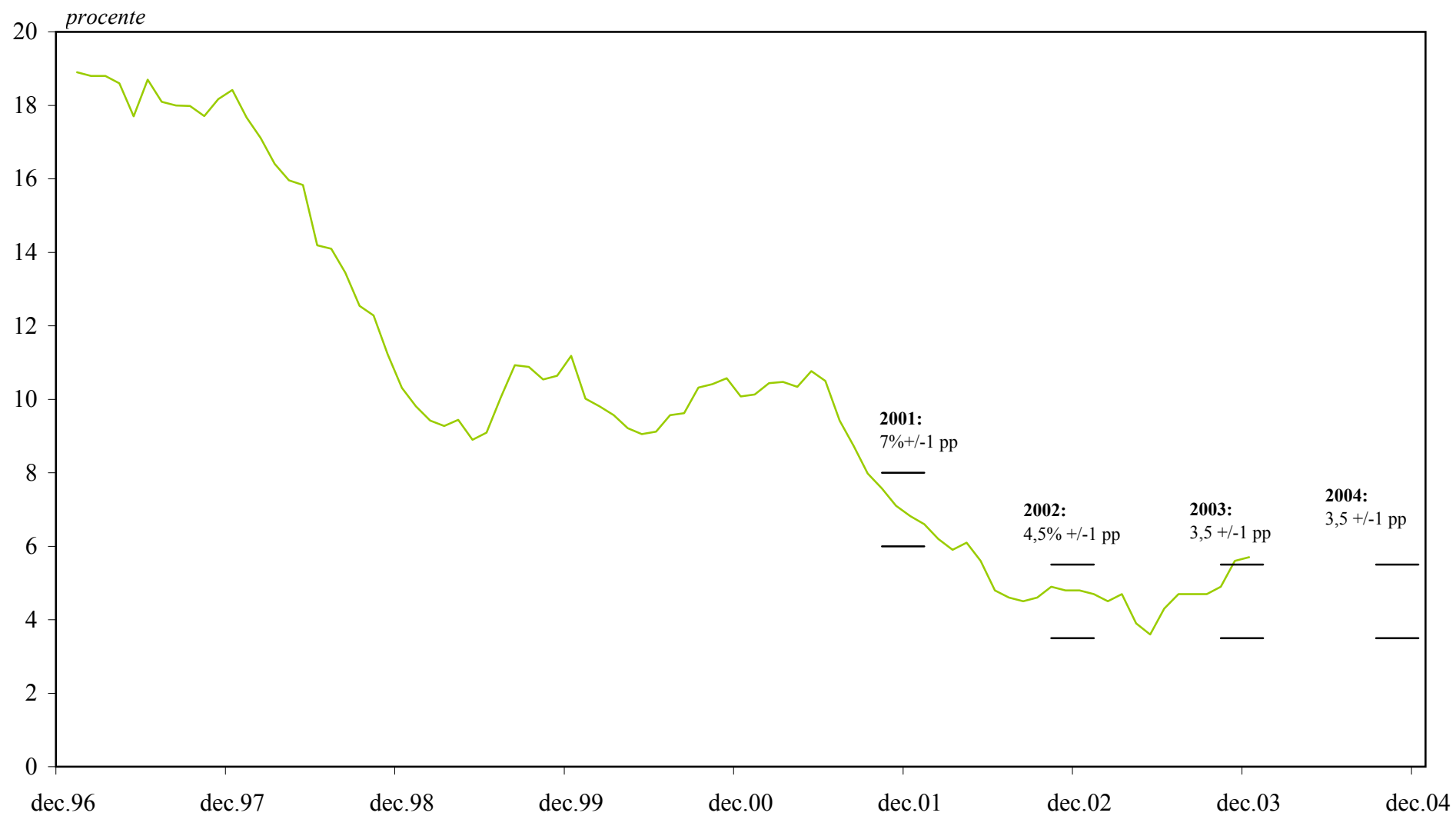
Sursa: oficiul național de statistică, BNP

### Polonia: Cursul de schimb și rata dobânzii de referință



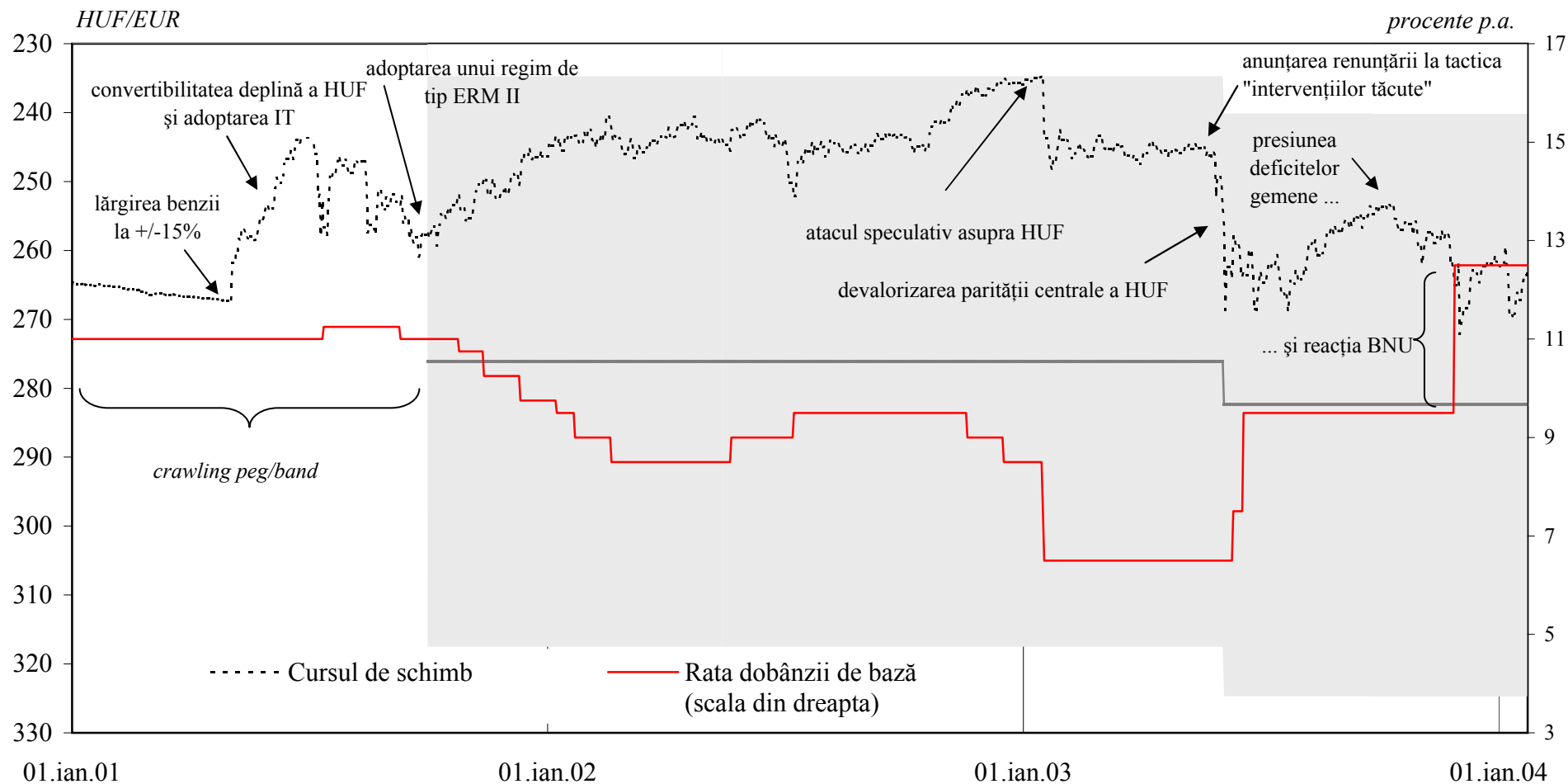
Sursa: BNP

## Ungaria: Rata anuală a inflației și ținta de inflație



Sursa: oficiul național de statistică, BNU

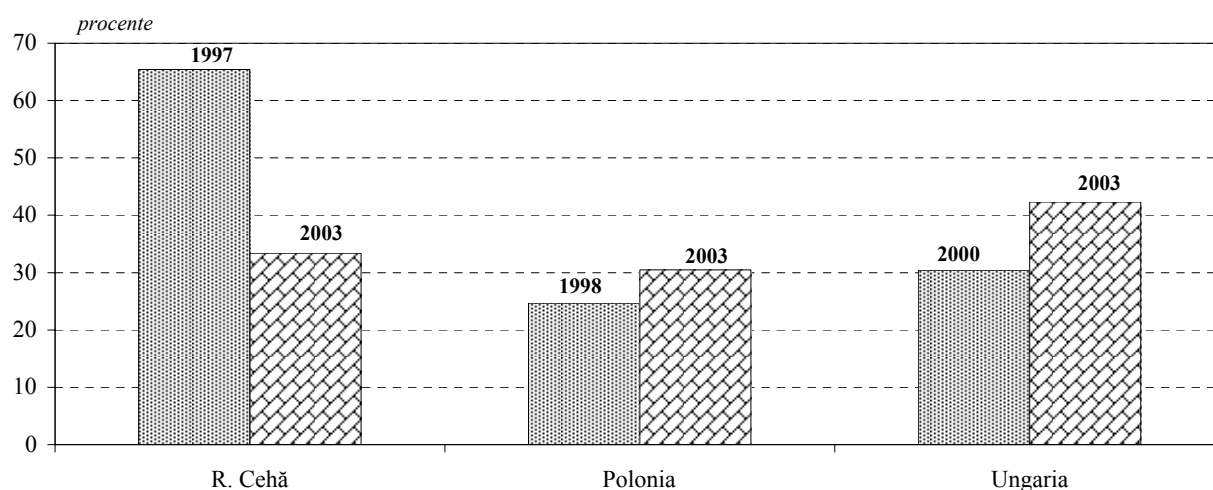
### Ungaria: Cursul de schimb și rata dobânzii de bază



Notă: Zona gri reprezintă banda de +/- 15 la sută din jurul parității centrale (linia îngroșată).

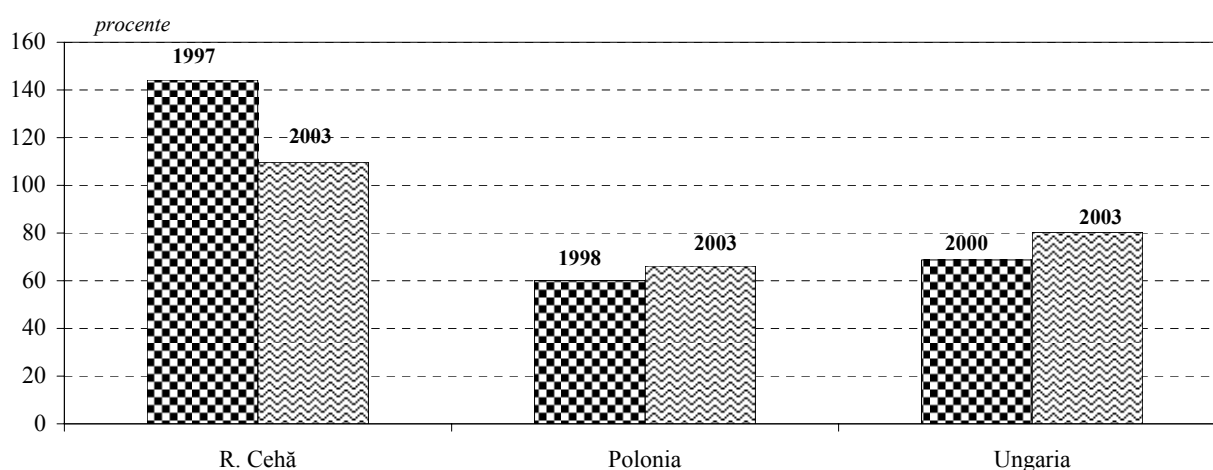
Sursa: BNU

## Credit neguvernamental / PIB



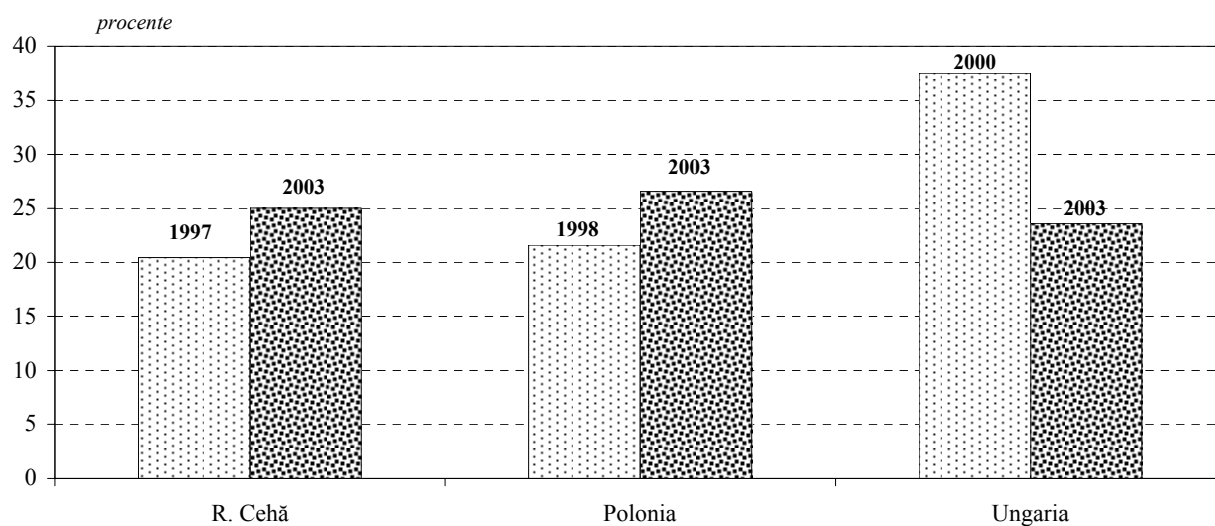
Sursa: *website* -urile băncilor centrale și ale oficiilor naționale de statistică; estimare PIB 2003: *EBRD - Transition Report, 2003*

## Active bancare / PIB



Sursa: *website* -urile băncilor centrale și ale oficiilor naționale de statistică; estimare PIB 2003: *EBRD - Transition Report, 2003*

## Capitalizare bursieră / Active bancare



Sursa: *website* -urile băncilor centrale și ale burselor de valori