

# **CAIETE DE STUDII**

**Nr. 10**

Aprilie 2002

ISSN 1224-4449

*Notă*

*Studiul a fost realizat sub coordonarea*

*Dr. Cristian Popa,*

*de un colectiv format din:*

*Surica Rosentuler, Elena Iorga, Wilhelm Salater,*

*Daniela Ruxandra Sasu, Adrian Ionuț Codîrlașu.*

*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.*

**ȚINTIREA DIRECTĂ A INFLAȚIEI:  
O NOUĂ STRATEGIE DE POLITICĂ MONETARĂ**

**- CAZUL ROMÂNIEI -**

# Cuprins

<b>REZUMAT .....</b>	<b>7</b>
<b>INTRODUCERE.....</b>	<b>8</b>
<b>1. PRECONDIȚII ALE TRECEȚII LA UN REGIM DE ȚINTIRE A INFLAȚIEI .....</b>	<b>9</b>
<b>1.1. CerinȚe instituȚionale .....</b>	<b>9</b>
<b>1.2. CerinȚe tehnice .....</b>	<b>11</b>
<b>2. ELEMENTE DE EVALUARE A OPORTUNITĂȚII ȘI MOMENTULUI ADOPTĂȚII UNUI NOU CADRU DE CONDUCERE A POLITICII MONETARE .....</b>	<b>14</b>
<b>3. ROMÂNIA ȘI CONDIȚIILE NECESARE TRECEȚII LA ȚINTIREA INFLAȚIEI.....</b>	<b>17</b>
<b>3.1. CerinȚe instituȚionale .....</b>	<b>17</b>
<b>3.2. CerinȚe tehnice .....</b>	<b>20</b>
<b>4. TESTAREA ECONOMETRICĂ A LEGĂȚURILOR DINTRE INFLAȚIE ȘI VARIABLE MACROECONOMICE SELECTATE .....</b>	<b>22</b>
<b>4.1. DeterminanȚii inflaȚiei măsurate prin IPC .....</b>	<b>24</b>
<b>4.2. DeterminanȚii inflaȚiei măsurate prin CORE1.....</b>	<b>28</b>
<b>4.3. DeterminanȚii inflaȚiei măsurate prin CORE2 și CORE3 .....</b>	<b>32</b>
<b>5. CONCLUZII .....</b>	<b>34</b>
<b>BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ.....</b>	<b>36</b>
<b>ANEXE .....</b>	<b>1*</b>

## REZUMAT

În anii '90, preocuparea crescândă pentru stabilitatea prețurilor ca premisă a unei creșteri economice durabile s-a concretizat în adoptarea de către băncile centrale din numeroase țări a unei noi strategii de politică monetară: țintirea directă a inflației (*inflation targeting*).

În „Programul economic de preaderare” elaborat în 2001 de Guvernul României se menționează că țintirea directă a inflației este prima opțiune de strategie politică pe care BNR o are în vedere pentru anii 2003-2004, cu condiția obținerii prealabile de câștiguri durabile în procesul dezinflației, susținute de o disciplină consecventă și coerență în timp a politicilor macroeconomice.

Lucrarea de față își propune să evalueze cadrul macroeconomic general adecvat adoptării strategiei de țintire a inflației și stadiul în care se află România din această perspectivă. **Secțiunea 1** prezintă criteriile pe care structurile instituționale și economice ale unei țări trebuie să le îndeplinească pentru o implementare cu succes a acestei strategii și rațiunile care au stat la baza stabilirii acestora. **Secțiunea 2** analizează oportunitatea schimbării strategiei de politică monetară a României prin prisma a cinci elemente caracteristice pentru stadiul de dezvoltare economică și politică a unei țări. **Secțiunea 3** evaluează, pe baza criteriilor instituționale și economice prezentate în secțiunea 2, măsura în care România este pregătită să adopte țintirea directă a inflației. În **secțiunea 4** se testează calitatea legăturilor statistice dintre diferite măsuri ale inflației (IPC, inflație de bază) și variabilele reale, monetare și fiscale pentru a determina măsura în care este posibilă construirea unui model econometric de prognozare a inflației.

Concluzia lucrării este aceea că, deocamdată, România îndeplinește doar parțial aceste criterii, în condițiile în care: (i) Banca Națională a României dispune de autonomia necesară implementării strategiei, dar nu și-a luat un angajament ferm de a urmări exclusiv obiectivul dezinflației; (ii) dominanța fiscală, deși în scădere, persistă sub forma influenței Ministerului Finanțelor Publice asupra piețelor financiare insuficient dezvoltate; (iii) eficacitatea acțiunilor de politică monetară este diminuată de mecanismul de transmisie a politicii monetare și de poziția de debitor net a Băncii Naționale față de sistemul bancar; (iv) s-au făcut progrese în mărirea transparenței politicii monetare, dar este necesară creșterea clarității semnalelor privind viziunea anticipativă a autorității monetare; (v) proiecțiile de inflație ale Băncii Naționale a României acoperă maximum 12 luni și nu sunt comunicate publicului.

Având în vedere stadiul actual al dezvoltării economiei și prognoza evoluției principalilor indicatori macroeconomici din Programul economic de preaderare, considerăm că România are nevoie de o perioadă de circa doi-trei ani pentru pregătirea cadrului adecvat adoptării noii strategii monetare, inclusiv inițierea demersurilor legislative necesare. În acest interval, este necesar ca banca centrală să promoveze o atitudine proactivă prin introducerea graduală a unor elemente care definesc regimul de *inflation targeting*:

- urmărirea consecventă a țintei de inflație și degrevarea completă a politicii monetare de sprijinirea altor obiective macroeconomice;
- consolidarea credibilității băncii centrale prin evitarea ajustării pe parcursul anului a țintei de inflație inițial anunțate;
- întărirea responsabilității băncii centrale față de obiectivul asumat prin publicarea unui raport asupra inflației care să includă prognoza de inflație.

## **INTRODUCERE**

Cadrul politicii monetare constă în aranjamentele instituționale prin care sunt adoptate și aplicate deciziile de politică monetară. În mod normal, alegerea cadrului de politică monetară depinde de caracteristicile sistemului financiar, competența factorilor de decizie din interiorul și din afara băncii centrale, precum și de alte aspecte de ordin instituțional.

Regimul de țintire directă a inflației înglobează recunoașterea importanței fenomenului inflaționist în economiile moderne și, implicit, faptul că asigurarea stabilității prețurilor reprezintă cea mai eficientă cale de susținere de către politica monetară a dezideratului general de creștere economică pe termen lung. Utilizată pe scară largă în țările industrializate în anii '90, strategia de țintire directă a inflației a devenit, ulterior crizelor din America Latină și Asia, o alternativă atractivă și pentru economiile emergente.

Pe fondul disputei teoretice *rules versus discretion*, care a dominat literatura de specialitate în ultimele decenii, *inflation targeting* reprezintă o tentativă de reconciliere a extremelor. Acest regim de politică monetară combină constrângerea impusă la nivelul obiectivului cu o marjă de flexibilitate la nivelul instrumentelor utilizate de autoritatea monetară. În scopul atingerii nivelului-țintă al inflației, banca centrală utilizează regulile drept „elemente de ghidare a conduitei politicii monetare” (Svensson, 1998), nefiind obligată să le aplice într-o manieră mecanică. Banca centrală își păstrează astfel capacitatea de a răspunde la șocuri neprevăzute prin ajustarea corespunzătoare a nivelului instrumentelor de politică monetară, cu condiția de a nu sacrifica obiectivul final.

Strategia de țintire directă a inflației prezintă următoarele caracteristici definitorii:

- asumarea neechivocă a angajamentului față de stabilitatea prețurilor ca principal obiectiv al politicii monetare și plasarea pe un plan secundar a celorlalte obiective tradiționale (creșterea economică, creșterea competitivității externe, acoperirea deficitelor fiscale sau scăderea șomajului);
- transparența strategiei de politică monetară prin comunicarea către public a obiectivelor și deciziilor de politică monetară;
- creșterea răspunderii băncii centrale pentru atingerea obiectivului de inflație;
- dependența de furnizarea în timp util a unui set complet de informații privind variabilele relevante pentru toate cele patru blocuri macroeconomice (real, monetar, fiscal, extern).

Un regim de țintire a inflației permite politicii monetare să se concentreze pe aspecte ale mediului financiar intern și să răspundă mai bine șocurilor din economia națională. Relația bani-inflație nu este elementul definitoriu al strategiei de țintire directă a inflației, dar constituie o premisă favorabilă pentru determinarea adecvată a instrumentelor monetare pentru care autoritatea monetară optează.

## **1. PRECONDIȚII ALE TRECERII LA UN REGIM DE ȚINTIRE A INFLAȚIEI**

### **1.1. Cerințe instituționale**

#### *Prioritatea absolută a obiectivului de inflație*

Angajamentul instituțional față de stabilitatea prețurilor presupune ca politicii monetare să-i fie acordat un mandat clar prin care acest obiectiv să aibă un caracter fundamental și prioritate în fața altor obiective, precum creșterea economică, competitivitatea externă sau majorarea gradului de ocupare a forței de muncă.

#### *Independența băncii centrale în utilizarea instrumentelor*

Regimul de țintire directă a inflației presupune un grad sporit de independență a băncii centrale în conducerea politicii monetare. În plan instituțional, aceasta implică existența unei legi care să statueze independența consiliului de administrație al băncii centrale (numit pe termen lung și protejat de revocări arbitrare) față de guvern și să acorde băncii centrale controlul exclusiv și complet în alegerea și aplicarea instrumentelor de politică monetară.

#### *Armonizarea politicii monetare cu politica fiscală*

Independența *de facto* a băncii centrale – definită prin libertatea de a utiliza instrumentele de care dispune în maniera pe care o consideră potrivită pentru atingerea obiectivului său – este restrânsă de prezența dominanței fiscale, care distorsionează eficiența măsurilor de politică monetară. Atât timp cât politica monetară operează într-un mediu în care avantajul primei mișcări revine politicii fiscale, câmpul de acțiune al băncii centrale este sensibil îngustat (Niepelt, 2001). Independența acesteia este deplină doar în condițiile în care cadrul operațional asigură primordialitatea țintei de inflație asupra obiectivelor de natură fiscală. Într-un astfel de context, politica fiscală este cea care trebuie să-și ajusteze comportamentul astfel încât să nu pericliteze obiectivul de inflație, ceea ce este echivalent cu absența oricăror simptome de dominanță fiscală (Masson *et al.*, 1998): (i) finanțarea deficitului public direct de către banca centrală sau de către sistemul bancar să fie redusă sau chiar inexistentă, (ii) guvernul să nu depindă de veniturile din senioraj, (iii) piețele financiare interne să fie suficient de dezvoltate pentru a permite tranzacționarea instrumentelor de îndatorare publice sau private, (iv) nivelul datoriei publice să fie sustenabil.

Dacă aceste condiții nu sunt îndeplinite, persistența dezechilibrelor fiscale va genera presiuni inflaționiste ce vor submina eficacitatea politicii monetare în atingerea oricărei ținte nominale, impunându-i o atitudine acomodativă. Masson *et al.* (1998) consideră că într-o țară în care se înregistrează pe o durată de 3-5 ani rate anuale ale inflației de 15-20 la sută, politica monetară și cea fiscală sunt practic inseparabile, banca centrală neputând realiza singură reducerea semnificativă și durabilă a inflației.

Consolidarea fiscală necesară implementării unui regim de țintire directă a inflației depinde însă esențial de existența disciplinei fiscale. Manifestată prin neplata obligațiilor față de stat sau acceptarea unei politici salariale laxe la nivelul companiilor de stat cu pierderi, indisciplina fiscală contribuie la escaladarea deficitelor bugetare dincolo de limite sustenabile; imperativul finanțării acestora surclasează obiectivul inflației și pune sub semnul întrebării principala condiție a funcționării regimului de *inflation targeting*.

#### *Un sistem financiar bine dezvoltat*

Subdezvoltarea piețelor de capital accentuează efectele dominanței fiscale. Economii cu dificultăți în accesarea piețelor internaționale de capital, care au un nivel scăzut de economisire și un sistem financiar lipsit de adâncime, limitează posibilitățile guvernului de a se împrumuta pe piața internă, seniorajul și alte forme de reprimare financiară<sup>1</sup> fiind singurele opțiuni. În aceste condiții, piețele financiare nu pot furniza informații privind anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, informații necesare băncii centrale pentru elaborarea strategiei de țintire directă a inflației, iar instituțiile de intermediere financiară, care în general au o aversiune puternică față de inflație și de politicile inflaționiste, nu au forța să exercite presiuni asupra autorităților pentru respectarea angajamentelor luate, în cazul în care politicile implementate tind să devieze de la obiectivul de inflație stabilit. Fragilitatea sistemului bancar reprezintă, de asemenea, un factor de risc pentru reușita unei strategii de țintire directă a inflației, crescând posibilitatea ca banca centrală să sacrifice obiectivul de inflație pentru a evita o criză de sistem.

Cu toate acestea, experiența recentă a unor țări cu economie în dezvoltare sau în tranziție demonstrează că implementarea țintirii inflației este compatibilă și cu un stadiu mai puțin avansat de maturizare a piețelor financiare. Prin prisma acestor experiențe, existența unui sistem financiar dezvoltat constituie un factor care facilitează implementarea țintirii inflației, fără să fie însă o condiție *sine qua non*.

#### *Curs de schimb flexibil*

Un aspect suplimentar ce poate ridica serioase probleme strategiei de țintire directă a inflației este fenomenul de dolarizare ce caracterizează, în mai multe cazuri, piețele emergente. Flexibilitatea cursului de schimb nominal este o cerință a regimului de *inflation targeting* ce derivă din asumarea ca obiectiv prioritar a țintei de inflație. Riscurile asociate nu sunt însă neglijabile în condițiile în care deprecierea abruptă poate determina creșterea poverii datoriei denominate în dolari, iar aprecierea monedei poate produce deteriorarea balanței comerciale. În acest context, implementarea țintirii directe a inflației în economii parțial dolarizate trebuie precedată de introducerea unor reglementări prudențiale stricte și a unei supravegheri eficiente a

---

<sup>1</sup> Impunerea unor plafoane de dobândă, rezerve obligatorii înalte, politici de creditare sectorială, obligativitatea achiziționării instrumentelor publice de îndatorare.



instituțiilor financiare care să asigure capacitatea sistemului de a absorbi șocurile cursului de schimb.

### *Transparență și responsabilitate*

Transparența politicii monetare este extrem de utilă unei bănci centrale cu o orientare ferm antiinflaționistă. Dacă banca este consecventă în conduita antiinflaționistă, comunicarea publică a obiectivelor, instrumentelor, procedurilor, deciziilor și prognozelor sale îi întărește credibilitatea, concomitent cu sporirea gradului de responsabilitate în fața publicului. Atingerea repetată a țintelor anunțate generează câștiguri reputaționale, sprijinul publicului pentru independența băncii centrale majorându-se chiar și în absența unui cadru formal riguros de evaluare a performanțelor acesteia.

Anunțarea explicită a unei ținte numerice de inflație diminuează riscul de inconsistență dinamică pe două căi (Mishkin, 2000):

- (a) pe de o parte, comunicarea țintei este echivalentă cu a încredința băncii centrale un mandat pentru utilizarea în acest scop a instrumentelor de politică monetară, atât piețele, cât și mediile politice fiind conștiente că obiectivele pe termen scurt (creșterea economică, reducerea șomajului) nu vor prevala în fața celui privind inflația;
- (b) pe de altă parte, asumarea publică a țintei de inflație întărește capacitatea băncii centrale de a rezista eventualelor presiuni politice privind promovarea unei politici monetare expansioniste.

## **1.2. Cerințe tehnice**

Dincolo de cerințele instituționale, adoptarea unui regim de țintire directă a inflației presupune rezolvarea unor aspecte de ordin tehnic (Debelle, 1997):

- alegerea unui indice de prețuri adecvat (reprezentativ pentru puterea de cumpărare a banilor și ușor de înțeles de către public);
- stabilirea explicită a unei ținte cantitative, a intervalului de fluctuație acceptat și a orizontului de timp în care se va urmări atingerea obiectivului;
- construirea de către banca centrală a unui model performant de prognoză a inflației.

### *Alegerea unui indice de prețuri adecvat*

Alegerea indicelui de prețuri în funcție de care se stabilește ținta de inflație depinde de

caracteristicile metodologice ale calculării indicelui prețurilor de consum<sup>2</sup> și de senzitivitatea acestuia la șocurile din partea ofertei. Cel de-al doilea criteriu este cu atât mai important în țările în tranziție care urmăresc implementarea unui regim de *inflation targeting* în care incidența prețurilor administrate asupra nivelului general al prețurilor este ridicată. În aceste condiții, aplicarea unei strategii de țintire directă a inflației impune fie o foarte bună comunicare între autoritățile monetare și cele fiscale în ceea ce privește momentul și magnitudinea modificării prețurilor controlate, fie eliminarea efectului acestora asupra indicelui-țintă. În încercarea de a decela influența factorilor nemonetari, multe dintre țările care practică țintirea directă a inflației își definesc obiectivul la nivelul inflației de bază, elementele excluse din IPC-ul total diferind de la un caz la altul (Anexa 1). Decizia de stabilire a obiectivului la nivelul inflației de bază trebuie să țină totuși cont de faptul că o astfel de metodologie nu este ușor de înțeles și de asimilat de către publicul larg; prin urmare, punerea în practică a deciziei ar trebui precedată de o campanie de informare prin care să se asigure transparența obiectivului și sprijinul publicului pentru noua strategie.

#### *Intervalul de fluctuație și orizontul țintei*

**a) Lărgimea benzii-țintă.** Nevoia de a specifica lărgimea benzii rezultă din controlul imperfect al politicii monetare asupra ratei inflației. Ca urmare a *lag*-urilor lungi și variabile ale mecanismului de transmisie a politicii monetare, precum și a capacității imperfecte de a prognoza inflația, nu este posibilă o restricționare a variabilității inflației sub anumite niveluri. De asemenea, banda este necesară menținerii unei anumite flexibilități a politicii monetare în ceea ce privește reacția la șocurile pe termen scurt. Alegerea dimensiunii benzii-țintă reflectă un compromis între anunțarea unei benzi înguste, cu riscul de a o depăși ocazional, și anunțarea unei benzi largi, care poate fi percepută ca o atitudine prea relaxată a politicii monetare. O bandă îngustă denotă o poziție fermă a băncii centrale în respectarea obiectivului de stabilitate a prețurilor, dar se poate dovedi dificil de implementat în practică, cu repercusiuni asupra credibilității autorității monetare. Pe de altă parte, adoptarea unei benzi înguste are beneficiul accentuării responsabilității pe termen scurt a băncii centrale în atingerea țintei de inflație, dar poate induce instabilitate la nivelul instrumentelor de politică monetară – pentru obținerea unui efect dat asupra ratei inflației, cu cât este mai scurt orizontul de timp, cu atât crește amplitudinea intervenției<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Există trei considerente pentru care țintele de inflație se stabilesc pe baza indicelui prețurilor de consum (sau derivate ale acestuia) și nu pe baza deflatorului PIB: (i) publicul larg este familiarizat cu IPC și mai puțin cu deflatorul PIB, (ii) datele privind evoluția IPC sunt disponibile în timp util și (iii) nu sunt supuse revizuirilor.

<sup>3</sup> Fluctuațiile bruște ale ratei dobânzii sunt de natură a destabiliza piețele financiare, în pofida menținerii țintei de inflație în banda prestabilită. Analog, frecvența ridicată a mișcărilor cursului de schimb provoacă o stare conflictuală între obiectivul de stabilitate a prețurilor pe termen scurt și menținerea țintei de inflație pe termen mediu, precum și o mișcare nedorită asupra cererii interne.

Lărgimea benzii-țintă (sau chiar existența acesteia) reprezintă o diferență majoră între regimurile de țintire a inflației adoptate în diferite țări (Anexa 1). În ceea ce privește țările din Europa Centrală și de Est care au adoptat o strategie de țintire directă a inflației, majoritatea și-au definit obiectivul în termeni de bandă, dimensiunea acesteia fiind gradual restrânsă pe măsura progresului înregistrat pe linia dezinflației (de exemplu, Cehia a început, în 1998, cu o bandă de  $\pm 0,5$  puncte procentuale față de o țintă de 6 la sută, pentru ca în anul 2000 intervalul de fluctuație să fie îngustat la  $\pm 0,1$  puncte procentuale față de ținta de 4,5 la sută).

**b) Orizontul de timp.** Stabilirea orizontului țintei depinde esențial de nivelul inițial al inflației și de durata mecanismului de transmisie. În Canada și Noua Zeelandă, de exemplu, autoritățile au beneficiat de o perioadă de grație de 18 luni pentru atingerea țintei inițiale. Următoarele ținte au fost fixate la intervale mai scurte (12 luni), dar o dată ce inflația a fost redusă la un nivel acceptabil pe termen lung, ambele țări au stabilit că obiectivul va fi urmărit prin asigurarea încadrării în bandă, în orice moment, pe un orizont de 5 ani. În mod similar, Strategia de Politică Monetară pe termen mediu a Poloniei fixează la 1 an orizontul de atingere a țintelor de inflație, dar precizează că acesta va fi extins pe măsură ce va crește perioada de reacție a economiei la acțiunile băncii centrale (pe fondul unei inflații scăzute și al diversificării piețelor financiare).

#### *Capacitatea de prognozare a inflației*

Realizarea de către banca centrală a unei prognoze de inflație este esențială într-un regim de țintire a inflației, dat fiind caracterul anticipativ al unei astfel de strategii de politică monetară<sup>4</sup>. Elaborarea unor prognoze satisfăcătoare depinde însă de existența unor serii istorice consistente care să permită estimarea unor relații stabile între inflație și celelalte variabile macroeconomice. Este necesară existența unei bune cunoașteri a mecanismului de transmisie a impulsurilor politicii monetare și a unor piețe financiare capabile să furnizeze, în timp util, informații corecte băncii centrale, ca răspuns la acțiunile acesteia. De asemenea, pentru a nu dobândi un caracter recursiv, prognozele efectuate în cadrul băncii centrale nu trebuie să încorporeze anticipațiile privind acțiunile sale pe care se bazează prognozele realizate de alte instituții.

---

<sup>4</sup> Țintirea directă a inflației se reduce practic la a asigura ancorarea anticipațiilor în interiorul benzii-țintă, ceea ce înseamnă că banca centrală trebuie să reacționeze la decalajul dintre proiecția de inflație și țintă înainte ca presiunile inflaționiste să devină vizibile.

## 2. ELEMENTE DE EVALUARE A OPORTUNITĂȚII ȘI MOMENTULUI ADOPTĂRII UNUI NOU CADRU DE CONDUCERE A POLITICII MONETARE ÎN ROMÂNIA

În abordarea lui Fry *et al.* (2000), adoptarea de către o bancă centrală a unui nou cadru de politică monetară implică luarea în considerare a cel puțin cinci elemente:

- (a) istoria politicii monetare din țara respectivă;
- (b) nivelul curent al inflației;
- (c) politica monetară practică de alte țări cu condiții similare;
- (d) principalele caracteristici ale economiei țării;
- (e) principalele caracteristici politice și instituționale ale țării.

Analiza oportunității introducerii regimului țintirii inflației în România trebuie să țină cont de aceste elemente.

**(a) Istoria politicii monetare.** Strategia de politică monetară practică de BNR în ultimul deceniu a fost de tip *monetary targeting*, bazată pe utilizarea bazei monetare (M0) ca obiectiv operațional și a masei monetare (M2) ca obiectiv intermediar. De remarcat faptul că politica monetară a BNR a utilizat ținte cantitative atât la nivel intermediar, cât și la nivel operațional. Tentativele de folosire a cursului de schimb ca ancoră antiinflaționistă au eșuat, în timp ce rata dobânzii nu a fost luată în considerare în acest scop, condițiile monetare și extra-monetare fiind adverse acestei soluții. Strategia monetară practică de BNR a condus la un proces de dezinflație graduală. Astfel rata inflației a scăzut de la niveluri anuale extrem de ridicate, apropiate de pragul hiperinflației (culminând cu 295,5 la sută în 1993, decembrie/decembrie), până la nivelul relativ moderat atins în 2001 (30,3 la sută). Această performanță este însă mult inferioară rezultatelor obținute de celelalte țări din Europa Centrală și de Est, ale căror rate anuale ale inflației tind să se încadreze în mod durabil în zona cu o singură cifră. Totodată, trebuie menționat faptul că procesul dezinflaționist din România nu a avut continuitate, fiind întrerupt de episoade de reizbucnire a inflației (151,4 la sută în 1997 și 54,8 la sută în 1999). Dacă longevitatea cadrului politicii monetare a BNR este remarcabilă, doar Estonia (care a adoptat consiliul monetar în 1992) rivalizând cu țara noastră din această perspectivă, respectarea principiilor de bază ale regimului de *monetary targeting* nu a fost riguroasă.

**(b) Nivelul curent al inflației.** În România, rata inflației, deși în scădere, este încă departe de un nivel compatibil cu conceptul de stabilitate a prețurilor. Din punct de vedere teoretic, trecerea la un regim cu mai multe componente discreționare nu este recomandată în acest punct al traiectoriei descendente a inflației. Multe bănci centrale au trecut la noul regim de politică monetară într-un moment în care rata inflației se afla deja la un nivel foarte scăzut. Excepțiile cele mai notabile de la această regulă sunt Chile și Israel, care au implementat cu succes țintirea inflației pornind de la un nivel anual al inflației de circa 20-25 la sută. Lipsa de omogenitate a experiențelor naționale arată că țintirea inflației poate fi introdusă pe paliere diferite ale nivelului

variabilei-obiectiv, decisivă fiind însă măsura în care așteptările inflaționiste sunt reduse și pot fi ținute sub control în perioada de tranziție dintre cele două regimuri de politică monetară.

**(c) Politică monetară practică de alte țări cu condiții similare.** Tendința care se face tot mai simțită în ultimii ani în țările din Europa Centrală și de Est este de abandonare a diverselor variante de curs de schimb fix (de la consilii monetare la benzi ajustabile) în favoarea unor aranjamente mai flexibile, de tip țintirea inflației. Cehia (în 1998), Polonia (în 1999) și Ungaria (în 2001) au introdus această strategie de politică monetară, renunțând la utilizarea cursului de schimb ca ancoră nominală, soluție pentru care optaseră în prima parte a perioadei de tranziție.

**(d) Principalele caracteristici ale economiei țării.** România are o economie deschisă, de mici dimensiuni, în care investițiile sunt finanțate preponderent prin sistemul bancar și mai puțin prin intermediul pieței de capital. Aceste caracteristici, fără a-i conferi economiei românești profilul ideal pentru adoptarea țintirii inflației, pot fi compatibile cu acest regim, așa cum demonstrează experiența recentă a altor țări în dezvoltare. Dintre țările care au introdus acest regim, unele au înregistrat niveluri ale inflației, deficitului bugetar sau de cont curent comparabile cu cele din România (Anexa 2). Astfel, Chile a avut în 1990 o rată anuală a inflației de peste 25 la sută, Israel (1991), Spania (1994) și Ungaria (2000) au înregistrat deficite bugetare de 4,5 la sută, 6,4 la sută și respectiv 3,7 la sută din PIB, iar Cehia a consemnat în 1997 un deficit de cont curent de 6,1 la sută din PIB. Persistența unor deficite bugetare și de cont curent ridicate – peste pragurile de 3 la sută<sup>5</sup> și respectiv 5 la sută<sup>6</sup>, dincolo de care sunt considerate în mod convențional ca excesive – ar putea totuși altera funcționarea eficientă a noii strategii în România. Încadrarea acestor indicatori în limitele menționate s-ar putea produce la orizontul anului 2004<sup>7</sup>, fiind astfel create premise mult mai favorabile pentru implementarea cu succes a țintirii inflației.

**(e) Principalele caracteristici politice și instituționale ale țării.** Independența *de jure* și *de facto* a băncii centrale reprezintă o condiție fundamentală pentru implementarea regimului de *inflation targeting*. Noua strategie nu poate fi pusă în practică dacă nu există un sprijin ferm din partea structurilor de putere din țara noastră pentru o orientare strict antiinflaționistă a politicii monetare și pentru promovarea consecventă a unor politici guvernamentale consistente cu ținta numerică de inflație convenită și anunțată public. Dintr-o perspectivă strict electorală, un moment favorabil schimbării cadrului de politică monetară ar putea fi plasat la începutul următorului ciclu, moment care s-ar suprapune, într-un scenariu optimist, diminuării ratei inflației până la un nivel comparabil cu cel înregistrat în Cehia, Polonia și Ungaria la momentul adoptării aceleiași strategii și situării „deficitelor gemene” la niveluri inferioare pragurilor convenționale menționate la punctul (d). Abordând însă schimbarea cadrului politicii monetare dintr-o perspectivă instituțională mai largă, care include și luarea în considerare a apropierii

---

<sup>5</sup> Nivel maxim prevăzut de criteriile de convergență de la Maastricht.

<sup>6</sup> Lawrence Summers, fost secretar al Trezoreriei SUA, indică acest nivel ca fiind un prag a cărui depășire trebuie să constituie o sursă de îngrijorare pentru orice țară (*The Economist*, 5 ianuarie 1996, pag. 46-48).

<sup>7</sup> În conformitate cu Programul Economic de Preaderare elaborat de Guvernul României în 2001.

momentului integrării în Uniunea Europeană, în preajma căruia va fi mai puțin oportună efectuarea unei astfel de modificări, adoptarea țintirii inflației ar putea fi realizată în 2004.

Pentru reușita implementării unui nou regim de politică monetară este extrem de importantă maniera de gestionare a schimbării. Din această perspectivă pot fi identificate două tipuri de comportament al autorităților monetare față de modificarea cadrului politicii monetare.

Abordarea cea mai frecvent întâlnită constă într-o atitudine conservatoare, de angajament total față de strategia curentă. Banca centrală adoptă o poziție defensivă, încercând să justifice menținerea *status quo*-ului și refuzând *de plano* sau amânând *sine die* orice modificare a regimului de politică monetară. În multe dintre țările ale căror bănci centrale au promovat excesiv această abordare, schimbarea s-a produs într-o perioadă de criză și a generat costuri economice și politice ridicate. Cel mai recent exemplu în aceste sens îl oferă Argentina, unde menținerea consiliului monetar mult după ce acesta își epuizase valențele pozitive a condus la declanșarea unei crize de mari proporții, care ar fi putut fi evitată – sau cel puțin atenuată – dacă s-ar fi trecut din timp la un cadru mai flexibil de politică monetară.

Cealaltă abordare se caracterizează printr-un comportament anticipativ, care presupune acceptarea ideii de schimbare și pregătirea terenului pentru înfăptuirea acesteia. O atitudine proactivă a băncii centrale poate asigura trecerea lină către un nou regim de politică monetară. Polonia reprezintă un exemplu recent pentru această abordare.

În cazul concret al BNR și al posibilei treceri de la *monetary targeting* la *inflation targeting*, adoptarea celei de-a doua abordări este facilitată de existența unor elemente de continuitate, dintre care se detașează orientarea dezinflaționistă, flexibilitatea cursului de schimb și rolul important al agregatelor monetare.

În ceea ce privește momentul adecvat al inițierii regimului de țintire directă a inflației, teoretic pot fi luate în considerare două variante:

- varianta adoptării imediate;
- varianta prudentă, reprezentată de orizontul anului 2004.

În favoarea variantei prudente pledează:

- nivelul inflației, care va fi comparabil cu cel înregistrat în alte țări în momentul adoptării aceluiași regim;
- posibila consolidare a credibilității BNR prin îndeplinirea obiectivelor de inflație în doi ani consecutivi, înainte de trecerea la țintirea inflației;
- existența unui interval de doi-trei ani de creare a premiselor pentru buna funcționare a noii strategii de politică monetară (inclusiv eliminarea dominanței fiscale și atenuarea deficitului de cont curent).

### 3. ROMÂNIA ȘI CONDIȚIILE NECESARE TRECERII LA ȚINTIREA INFLAȚIEI

#### 3.1. Cerințe instituționale

În România, criteriile instituționale de adoptare a strategiei de țintire directă a inflației sunt parțial îndeplinite. Conform Legii nr. 101/1998, Banca Națională a României dispune de independența deciziilor de politică monetară și valutară, conducerea acesteia nefiind sub influența factorilor politici. Aceeași lege a limitat volumul împrumuturilor luate de Trezorerie de la banca centrală în cursul unui an la 7 la sută din veniturile bugetului de stat realizate în anul precedent, soldul permanent al împrumuturilor acordate și nerambursate neputând depăși în nici un moment suma totală rezultată din dublarea capitalului și a fondului de rezervă al Băncii Naționale a României. Autonomia băncii centrale, statuată din punct de vedere legislativ, este confirmată și în practică, dacă se ia în considerare frecvența redusă a schimbării guvernatorilor BNR<sup>8</sup>.

**Tabelul 1. Seniorajul\* în România și în țările avansate din Europa Centrală și de Est**

	România	Cehia	Ungaria	Polonia
1993	3,4	...	...	0,7
1994	3,9	4,8	-0,2	1,6
1995	2,0	8,7	1,9	2,9
1996	2,9	0,1	-0,9	1,5
1997	1,1	0,0	2,3	2,5
1998	2,3	4,2 **	1,7	1,4
1999	3,1	2,0	2,3	-0,1 **
2000	1,9	1,6	1,8	-0,6
2001	1,4	2,5	0,2 **	1,5
Medie 1994-2001	2,3	3,0	1,1	1,3

\* calculat ca raport procentual între variația anuală a bazei monetare și PIB

\*\* anul adoptării țintirii inflației

Sursa: BNR, IFS și publicații ale băncilor centrale.

Dominanța fiscală s-a redus semnificativ în ultimii ani atât din perspectiva împrumuturilor acordate de BNR Trezoreriei și a renunțării la politica de creditare sectorială, cât și sub forma atragerii veniturilor din senioraj. Conform Masson *et al.* (1998), țările în curs de dezvoltare recurg la această formă de finanțare într-o măsură sensibil mai mare decât țările dezvoltate (seniorajul ajunge în acest caz până la 3 la sută din PIB, față de sub 1 la sută din PIB în economiile avansate). În România, seniorajul a fost în medie de 2,5 la sută din PIB în perioada 1994-2000, dar valoarea aferentă anului 2001 (1,4 la sută) este inferioară celor înregistrate în Cehia și Polonia.

<sup>8</sup> Cukiermann (1992) consideră că frecvența schimbării guvernatorului reprezintă unul din elementele care definesc gradul de independență a unei bănci centrale.

Obiectivul fundamental al BNR – asigurarea stabilității monedei naționale pentru a contribui la stabilitatea prețurilor – este compatibil cu țintirea directă a inflației. Pe anumite perioade de timp însă acest obiectiv nu a mai fost prioritar, insuficienta coordonare a ansamblului de politici macroeconomice determinând BNR să susțină alte segmente ale economiei, aflate în dificultate (comerțul exterior, sistemul financiar-bancar). Astfel, atenția băncii centrale a fost divizată în timp între atingerea țintei de inflație și trasarea unei deprecieri controlate a monedei naționale, refacerea rezervelor valutare sau asumarea rolului de împrumutător de ultimă instanță. Nici în anul 2001, politica de dobânzi a BNR nu a fost pe deplin subordonată obiectivului dezinflaționist, banca centrală urmând trendul descrescător imprimat dobânzilor de Ministerul Finanțelor Publice în încercarea de a reduce costurile aferente datoriei publice.

La nivelul implementării deciziilor de politică monetară, BNR nu dispune încă de un instrument eficace prin care să informeze piețele referitor la orientarea politicii monetare și, mai ales, să influențeze formarea anticipațiilor inflaționiste. Canalul dobânzii – utilizat de toate băncile centrale cu strategii de țintire a inflației – a fost obturat în ultimii ani de poziția de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar; dobânzile la operațiunile de sterilizare ale BNR s-au dovedit eficiente în orientarea pieței, pentru prima dată, în cursul anului 2001, însă această pârghie trebuie consolidată în continuare pentru a pregăti asumarea rolului acordat dobânzii în cadrul strategiei de țintire directă a inflației. Excesul structural de lichiditate este prezent, de altfel, și în economiile din Europa Centrală și de Est care au adoptat țintirea inflației, dobânda la tranzacțiile *reverse repo* fiind considerată dobânda de referință a băncii centrale.

Deși în anul 2001 Ministerul Finanțelor Publice a avut un acces mult mai facil la sursele de finanțare externe decât în trecut, contextul internațional ar putea deveni mai restrictiv în viitor, ceea ce, pe fondul dificultăților de întărire a disciplinei financiare, ar putea conduce la creșterea presiunilor fiscale pe piața internă. Dominarea piețelor financiare de către Ministerul Finanțelor Publice s-a realizat prin oferirea unor randamente atractive la un grad de risc scăzut, ceea ce a îngreunat accesul agenților economici la sursele de finanțare. Ameliorarea procedurilor de colectare a veniturilor statului și a disciplinei financiare a agenților economici este o condiție imperativă pentru implementarea regimului de țintire directă a inflației.

Autoritățile din România au reușit să mențină deficite bugetare moderate și nu au practicat reprimarea financiară prin plafonarea ratei dobânzii sau impunerea de plasamente obligatorii în contul datoriei publice, dar adâncimea redusă a piețelor financiare și inexistența unor instrumente diversificate de economisire conferă Trezoreriei o poziție puternică pe piață.

Sistemul bancar a cunoscut o ameliorare vizibilă în anul 2001, din punct de vedere al capitalizării și performanțelor financiare ale băncilor, iar BNR a continuat să îmbunătățească normele prudențiale și activitatea de supraveghere. Riscul sistemic s-a redus, dar este nevoie de timp pentru a se consolida rezultatele pozitive înregistrate în ultimul an. Din această perspectivă sunt importante restructurarea și privatizarea BCR și CEC, acestea având o pondere mare în



totalul activelor bancare și un potențial ridicat de destabilizare a sistemului bancar, dacă investitorii își pierd încrederea în aceste instituții. Fondul de garantare a depozitelor în sistemul bancar nu are încă suficiente resurse pentru a putea face față unei crize bancare fără sprijinul BNR, iar exercitarea rolului de împrumutător de ultimă instanță ar contraveni obiectivului de dezinflație.

Riscuri semnificative pentru reușita implementării unui regim de țintire directă a inflației prezintă dimensiunea dezechilibrului extern și amplitudinea dolarizării<sup>9</sup>, mai ales pe fondul liberalizării fluxurilor de capital. Având în vedere că acest tip de strategie monetară impune flexibilitatea cursului de schimb, fluctuațiile acestuia sunt inevitabile, iar deprecierea abruptă (cauzate, de exemplu, de o inversare a fluxurilor de capital sau de necesitatea utilizării cursului de schimb ca ajustor al balanței comerciale) cresc riscul de producere a unor crize financiare prin creșterea poverii datoriei denumite în valută și prin deteriorarea bilanțurilor operatorilor economici (întreprinderi și bănci, deopotrivă).

Banca Națională a României prezintă anual Parlamentului politica monetară aplicată în anul precedent și orientările pentru anul în curs, răspunzând în fața acestuia pentru îndeplinirea obiectivelor sale. Prin buletinele sale lunare, prin raportul anual și prin comunicatele sale, BNR explică publicului evoluțiile din economia reală și piețele financiare, deciziile de politică monetară și valutară adoptate și motivele pentru care nu s-a putut îndeplini obiectivul de inflație. În ceea ce privește orientarea politicii monetare, informațiile prezentate se limitează însă la acțiunile întreprinse de banca centrală în perioada analizată, lipsind aparatul tehnic adecvat care să permită dezvoltarea unei viziuni anticipative. Analizele retrospective sunt necesare, dar nu și suficiente în cazul adoptării regimului de țintire directă a inflației, esențială fiind atitudinea proactivă a băncii centrale. De asemenea, nu se specifică impactul deciziilor de politică monetară asupra ratei inflației, nefiind clar delimitate marja de manevră și răspunderea băncii centrale în frânarea creșterii prețurilor. Aceste informații nu trebuie să lipsească în cazul adoptării regimului de țintire directă a inflației, în general fiind făcute publice prin intermediul unui „Raport asupra inflației” – principalul vehicul de comunicare al băncii centrale, prin care aceasta își asumă răspunderea pentru îndeplinirea obiectivului stabilit.

Comunicarea băncii centrale cu publicul, cu piețele financiare s-a îmbunătățit considerabil în ultimii ani, atât printr-o mai mare disponibilitate pentru dialog a conducerii BNR (prin întâlniri cu băncile, acordarea de interviuri, organizarea de seminarii etc.), cât și prin transparența asigurată de deplasarea accentului dinspre instrumentele directe de politică monetară spre cele indirecte.

---

<sup>9</sup> În decembrie 2001, ponderea depozitelor în valută în M2 era de 42,8 la sută, iar creditele în valută reprezentau 59,8 la sută din creditul intern neguvernamental (45,3 la sută din creditul intern total).

Eforturile de dezinflație ale băncii centrale pot avea concretizarea dorită doar dacă publicul acordă încredere strategiei aplicate și își ajustează anticipațiile inflaționiste în funcție de obiectivul anunțat. Până în prezent, acest lucru nu s-a întâmplat decât parțial, credibilitatea autorităților fiind erodată de faptul că obiectivul inițial de inflație a fost deseori ajustat crescător în cadrul orizontului de timp vizat de țintă.

### **3.2. Cerințe tehnice**

Dacă în ceea ce privește condițiile instituționale, unele dintre ele sunt îndeplinite, din punct de vedere al implementării efective, Banca Națională a României nu dispune deocamdată de aparatul tehnic necesar adoptării strategiei de țintire a inflației. Instabilitatea mediului economic și legislativ, restructurarea insuficientă a companiilor de stat, privatizarea lentă a întreprinderilor cu pierderi, deprecierea monedei naționale sunt doar câteva dintre cauzele care au favorizat perpetuarea unei inflații volatile și înalte. Ponderea produselor cu prețuri administrate în coșul de consum este semnificativă, iar alinierea acestor prețuri la tarifele internaționale constituie sursa unor puseuri inflaționiste repetate, cu efecte propagate la nivelul prețurilor libere. Multe dintre băncile centrale care operează în regim de țintire a inflației își fixează ținta de inflație în termenii inflației de bază, eliminând din coșul de consum bunurile și serviciile ale căror prețuri sunt supuse unor puternice ajustări sezoniere, măsuri administrative sau șocuri din partea ofertei. O comparație între indicii prețurilor de consum (IPC) și indicii inflației de bază permite definirea limitelor influenței băncii centrale asupra proceselor inflaționiste ce au loc în economie, dar, în același timp, pune în evidență aspecte care ar putea periclita ancorarea la nivelul țintei a anticipațiilor publicului. Astfel, calculul inflației de bază presupune eliminarea directă din IPC a unor elemente care influențează puternic percepția publicului referitoare la evoluția prețurilor (de exemplu, prețurile administrate) sau utilizarea unui algoritm complex de excludere<sup>10</sup>, dificil de asimilat de către publicul larg. De asemenea, faptul că determinarea inflației de bază se realizează, în general, la nivelul băncii centrale ar putea accentua neîncrederea publicului față de rezultatele obținute de aceasta în atingerea țintei. Aceste motive au determinat Banca Națională a Poloniei să își fixeze obiectivul de inflație în funcție de IPC, iar Banca Națională a Cehiei să înlocuiască (în aprilie 2001) indicii inflației nete cu IPC. În cazul României, IPC este utilizat ca măsură a inflației încă de la începutul perioadei de tranziție, fiind adânc înrădăcinat în percepția operatorilor; calculele referitoare la nivelul inflației de bază efectuate în cadrul BNR sunt recente și nu au fost prezentate public. În perspectiva introducerii unui regim de țintire a inflației, BNR trebuie să realizeze o analiză comparativă a celor doi indici de prețuri și să decidă care dintre aceștia servește cel mai bine scopului urmărit. În cazul în care se optează pentru inflația de bază, trebuie demarată o campanie de familiarizare a publicului cu noua noțiune, prezentându-se motivația deciziei și modul de calcul.

---

<sup>10</sup> Metoda *trimmed mean*, de exemplu.

În condițiile în care mediul economic este caracterizat în continuare de un grad ridicat de incertitudine este dificilă construirea un model macroeconomic care să stabilească corelațiile dintre variabilele nominale și cele reale suficient de precis pentru a permite băncii centrale să aibă o imagine clară, într-o formă cuantificată, a eficacității mecanismului de transmisie a politicii monetare și a efectelor deciziilor sale asupra inflației. Informațiile obținute prin metode econometrice ar trebui completate cu analize ale tendinței prețurilor, pe o perioadă de cel puțin 12 luni în avans, pe baza unor sondaje privind atât oferta (anticipațiile inflaționiste ale agenților economici), cât și cererea (încrederea consumatorilor). Inexistența unor informații viabile privind anticipațiile inflaționiste crește riscul ca proiecțiile de inflație realizate de BNR să nu se materializeze, ceea ce ar însemna luarea unor decizii de politică monetară incorecte și, în final, ratarea țintei de inflație.

Conform DeBelle (1997) și Masson *et al.* (1998), una din condițiile esențiale ale adoptării cu succes a unui regim de țintire a inflației este ca banca centrală să dispună de un instrument adecvat de prognoză a inflației și de evaluare a impactului pe care acțiunile de politică monetară îl au asupra inflației (magnitudinea efectelor, intervalul de transmisie etc.). Pentru îndeplinirea acestor condiții multe bănci centrale care operează în regim de țintire directă a inflației se bazează pe modele econometrice ale inflației – deși nu există o cerință explicită pentru utilizarea unor astfel de metode – sau apelează cel puțin la *leading indicators* ai inflației, de tipul dobândă, masă monetară, curs de schimb, prețuri ale producției industriale, salarii etc. Prin urmare, trecerea la țintirea directă a inflației în România depinde în bună măsură de calitatea legăturilor statistice existente între inflație și variabilele macroeconomice ce ar putea fi utilizate pentru prognoza acesteia. Deși testele efectuate (secțiunea 4) au pus în evidență existența unor legături între inflație (măsurată prin IPC și prin *COREI*) și cursul de schimb, M2, rata dobânzii reale la depozitele atrase de BNR și deficitul bugetului de stat, acestea nu sunt suficient de puternice pentru a permite construirea unui model viabil de prognoză.

În prezent, BNR realizează proiecții de inflație doar pe termen scurt, neavând o metodologie pentru prognoza inflației pe termen mediu, iar faptul că prognoza de inflație nu este publică reprezintă un impediment în plus în ancorarea anticipațiilor inflaționiste ale operatorilor economici.

#### 4. TESTAREA ECONOMETRICĂ A LEGĂTURILOR DINTRE INFLAȚIE ȘI VARIABLE MACROECONOMICE SELECTATE

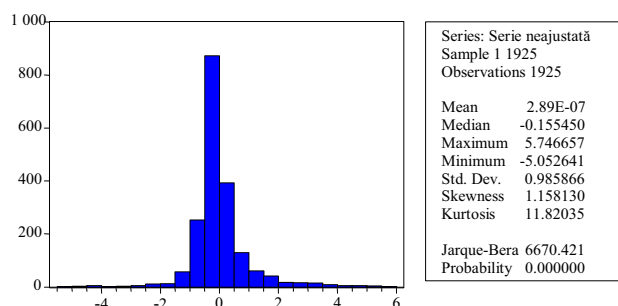
Analiza econometrică întreprinsă își propune să studieze posibilitatea prognozării inflației prin modele econometrice. În acest scop s-a realizat distribuția modificărilor prețurilor la principalele grupe de produse și servicii și au fost construite modele *VAR* bivariate și multivariate pentru identificarea variabilelor economice ce determină inflația și pe baza cărora se poate prognoza aceasta, similar procedurilor propuse de Christoffersen și Wescott (1999).

Majoritatea analizelor referitoare la procesul inflaționist pornesc de la premisa că modificările prețurilor principalelor componente ale coșului de consum sunt normal distribuite. Această normalitate este importantă din cel puțin două considerente. În primul rând, așa cum au argumentat Ball și Mankiw (1995) și Pujol și Griffiths (1996), coeficientul de asimetrie sau variabilitatea înaltă a mișcărilor relative ale prețurilor pot conduce la o înclinație către inflație datorită comportării asimetrice a agenților față de o modificare (în orice sens) a prețurilor (inflația poate crește pur și simplu datorită unei distribuții nenormale a prețurilor relative). În al doilea rând, normalitatea distribuției este importantă deoarece facilitează prognozarea tendinței prețurilor.

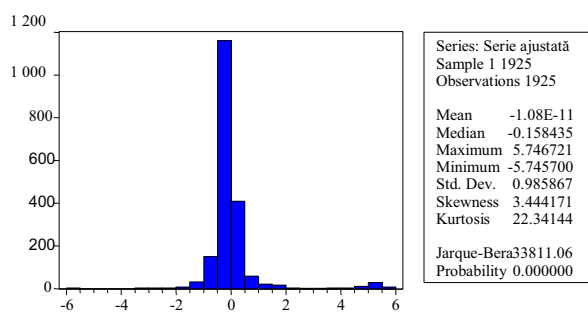
Pentru calcularea distribuției modificărilor de prețuri în România au fost utilizate 35 de subgrupe de prețuri, componente ale *IPC*, din 55 de luni (iunie 1997 - decembrie 2001) – 1925 de observații. Modificările de preț pentru fiecare grupă au fost ajustate pentru eliminarea componentei sezoniere. Fiecare modificare de preț a fost standardizată prin scăderea inflației medii lunare pentru fiecare lună în cadrul celor 35 de subgrupe de prețuri și împărțirea diferenței cu deviația standard corespunzătoare.

Distribuțiile și caracteristicile seriilor neajustate și ajustate sezonier sunt prezentate în Graficele 1a și respectiv 1b:

Graficul 1a. Serie neajustată sezonier



Graficul 1b. Serie ajustată sezonier



Conform histogramei, este evidentă depărtarea față de distribuția normală a distribuției evoluției prețurilor. Testul *Jarque-Bera* confirmă (la 1 la sută nivel de relevanță) inexistența unei distribuții normale. Distribuțiile obținute au un coeficient de asimetrie pozitiv și un exces de curtotică ridicat.

Explicația nenormalității distribuției modificărilor prețurilor rezidă, cel puțin în parte, în: (i) ajustarea frecvență a prețurilor administrate, (ii) modificări în regimul fiscal, (iii) ponderea ridicată în coșul de consum a produselor alimentare, dependente de condițiile meteorologice.

Pentru stabilirea factorilor determinanți ai inflației a fost testată *cauzalitatea Granger* și s-au construit modele *VAR* bivariate utilizând seriile inflației (măsurate prin *IPC*, *CORE1*<sup>11</sup>, *CORE2*<sup>12</sup> și *CORE3*<sup>13</sup>) și seriile de date macroeconomice, ajustate pentru eliminarea componentei sezoniere, serii construite pentru intervalul iunie 1997 - decembrie 2001. Pe baza rezultatelor obținute în modelele bivariate au fost realizate modele *VAR* multivariate pentru fiecare măsură a inflației (*IPC*, *CORE1*, *CORE2* și *CORE3*).

Seriile folosite sunt:

- indicii prețurilor de consum (*IPC*);
- indicii inflației de bază (seriile *CORE1*, *CORE2* și *CORE3*);
- indicii prețurilor administrate;
- indicii producției industriale;
- câștigul salarial mediu brut;
- câștigul salarial mediu net;
- indicii costului unitar al forței de muncă (1994 = 100);
- rata șomajului;
- indicii prețurilor de producție (*IPPI*);
- masa monetară în sens larg (*M2*);
- masa monetară în sens restrâns (*MI*);
- activele interne nete ale sistemului bancar;
- rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR;
- randamentul titlurilor de stat;
- *BUBOR 1M* (valori reale);
- cursul de schimb nominal (lei/USD);
- soldul bugetului de stat ca procent din veniturile bugetare.

---

<sup>11</sup> *CORE1* = *IPC* – prețuri administrate.

<sup>12</sup> *CORE2* = *CORE1* – prețurile produselor sezoniere.

<sup>13</sup> *CORE3* = *trimmed mean* 23 la sută.

Toate seriile au fost logaritmuate (cu excepția dobânzii reale la depozitele atrase de BNR, randamentului la titlurile de stat, BUBOR 1M, soldului bugetului de stat) și ajustate sezonier (cu excepția randamentului titlurilor de stat și a cursului de schimb).

#### 4.1. Determinanții inflației măsurate prin IPC

Testele de cauzalitate Granger bivariate (probabilitățile asociate testului *F-statistic*) între inflația măsurată prin IPC și variabilele macroeconomice, calculate pentru 1, 2, ..., 8 lag-uri, sunt prezentate în Tabelul 2:

**Tabelul 2.**

Lag	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Indicatori</b>								
prețuri administrate	<b>0.009</b>	<b>0.015</b>	<b>0.039</b>	0.077	0.092	0.074	0.064	<b>0.001</b>
producția industrială	0.441	0.403	0.524	0.775	0.709	0.716	0.801	0.884
salariul brut	0.213	0.434	0.560	0.544	0.477	0.697	0.802	0.804
salariul net	0.239	0.163	0.116	0.146	0.131	0.258	0.367	0.411
ULC	0.217	0.521	0.644	0.506	0.636	0.808	0.877	0.507
rata șomajului	0.635	0.524	<b>0.017</b>	<b>0.023</b>	<b>0.008</b>	<b>0.022</b>	<b>0.020</b>	<b>0.037</b>
PPI	<b>0.014</b>	<b>0.014</b>	<b>0.037</b>	<b>0.035</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.001</b>
M2	0.273	0.553	0.524	0.084	<b>0.009</b>	<b>0.004</b>	<b>0.009</b>	<b>0.007</b>
M1	0.223	0.562	0.677	0.471	<b>0.022</b>	<b>0.035</b>	<b>0.024</b>	<b>0.005</b>
active interne nete	0.662	0.814	0.371	0.293	0.218	0.123	0.147	0.154
rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR	0.548	0.636	0.397	0.622	0.670	0.437	0.575	0.478
rata reală a dobânzii la titlurile de stat	0.442	0.730	0.841	0.709	0.666	0.671	0.848	0.930
BUBOR 1M real	0.348	0.697	0.821	0.370	0.463	0.484	0.474	0.620
cursul de schimb nominal	0.348	0.389	0.111	0.140	0.185	0.058	<b>0.018</b>	<b>0.039</b>
soldul bugetului de stat	<b>0.015</b>	<b>0.017</b>	<b>0.043</b>	0.081	0.149	0.192	0.159	0.077

Conform probabilităților asociate, la 5 la sută nivel de relevanță, evoluția inflației este precedată de evoluția:

- prețurilor administrate,
- ratei șomajului,
- indicelui prețurilor producției industriale,
- agregatului monetar în sens restrâns (*M1*),
- agregatului monetar în sens larg (*M2*),
- cursului de schimb nominal (lei/USD),
- soldului bugetului de stat.

La construirea modelelor *VAR* bivariate, în determinarea *lag*-ului s-a ținut cont de probabilitatea obținută din *testul de cauzalitate Granger*, rezultatele *testului Johansen* de testare a cointegrării și de criteriile informaționale *Akaike* și *Schwarz*.

*Funcțiile de impuls-răspuns* construite pe baza modelelor *VAR* bivariate între inflația măsurată prin *IPC* și variabilele macroeconomice sunt prezentate în Anexa 3a.

Conform funcțiilor de impuls-răspuns, inflația este influențată de:

- indicele prețurilor administrate,
- rata șomajului,
- masa monetară în sens larg (*M2*),
- masa monetară în sens restrâns (*M1*),
- activele interne nete ale sistemului bancar,
- cursul de schimb nominal (lei/USD).

Pentru observarea puterii de predicție a inflației prin modele multivariate, a fost realizat un model *VAR* multivariat, cu patru *lag*-uri<sup>14</sup> cu variabile: inflația (măsurată prin *IPC*), masa monetară în sens larg (*M2*), rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR, cursul de schimb nominal și soldul bugetului de stat. Testele diagnostic efectuate asupra ecuației de regresie a inflației confirmă stabilitatea acesteia (rezultatele testelor *suma erorilor* și *suma pătratelor erorilor*), *testul Jarque-Bera* respinge ipoteza distribuției normale a erorilor (la 5 la sută nivel de relevanță), iar corelogramele erorilor și erorilor pătratice infirmă existența unei corelații seriale a erorilor și a termenilor *ARCH*.

Modelul multivariat exclude două din influențele depistate de testele de cauzalitate – rata șomajului și indicele prețurilor administrate – deoarece funcțiile impuls-răspuns din Graficul 2 evidențiază faptul că relațiile dinamice dintre inflație și cele două variabile sunt incorecte din punct de vedere economic (o creștere a șomajului antrenează o creștere a inflației, iar o majorare a prețurilor administrate conduce la o diminuare a acesteia). De asemenea, datorită corelației dintre variabilele *M1*, *M2* și activele interne nete ale sistemului bancar, modelul multivariat nu a reținut decât variabila *M2*.

Au fost construite patru modele *VAR* multivariate introducând pe lângă masa monetară și cursul de schimb și alte variabile, chiar dacă legătura acestora cu inflația nu a fost confirmată de modelele bivariate (rata șomajului, prețurile administrate, salariul brut/net, dobânda reală la depozitele atrase de BNR, soldul bugetului de stat), cele mai bune rezultate fiind obținute pentru modelul ce include masa monetară, cursul de schimb, dobânda la depozitele atrase de BNR și

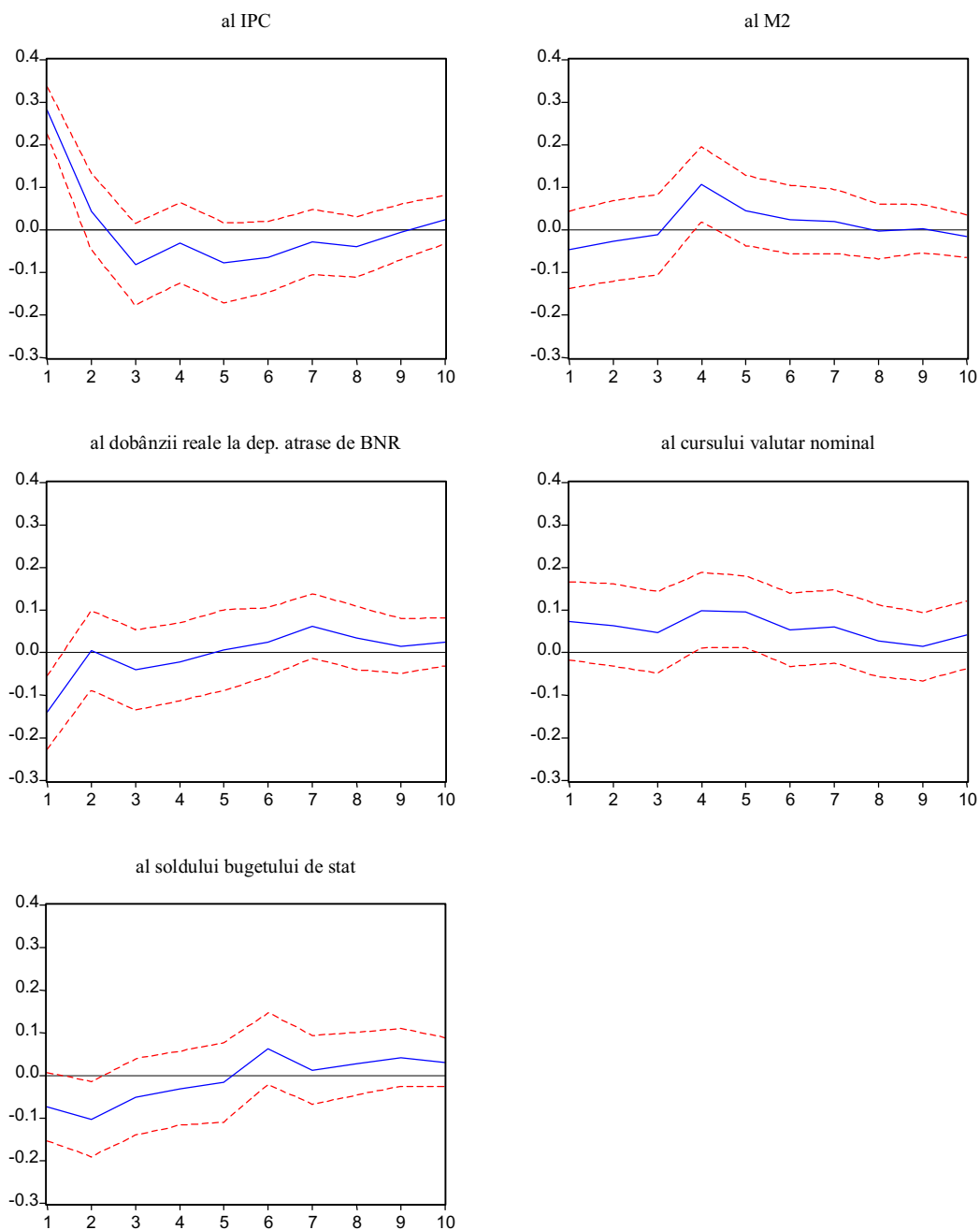
---

<sup>14</sup> Numărul de *lag*-uri a fost ales ținând cont de existența unei relații de cointegrare între variabilele folosite, rezultatele testelor *Granger* bivariate, numărul de *lag*-uri utilizat pentru modelele *VAR* bivariate și de criteriile informaționale.

soldul bugetului de stat. Chiar și în acest caz însă legăturile statistice sunt slabe (conform funcțiilor de impuls-răspuns<sup>15</sup> și descompunerii varianței prezentate în Graficele 2 și 3).

## Graficul 2

### Răspunsul IPC datorat unui șoc

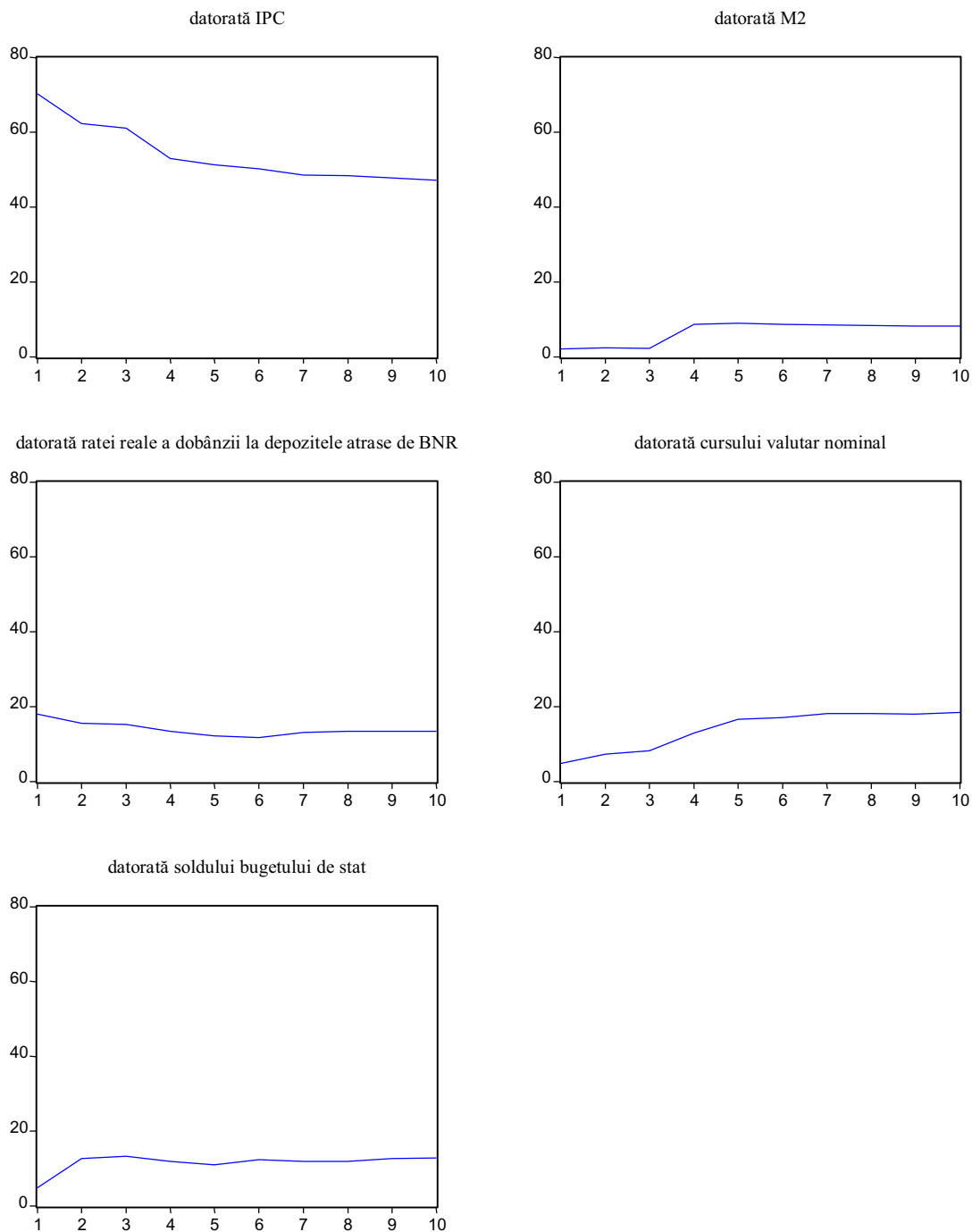


<sup>15</sup> S-a utilizat ordonarea *curs de schimb, M2, rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR, soldul bugetului de stat, IPC*.



### Graficul 3

#### Descompunerea varianței



## 4.2. Determinanții inflației măsurate prin CORE1

Testele de cauzalitate Granger bivariate (probabilitățile asociate testului *F-statistic*) între inflația CORE1 și variabilele macroeconomice, calculate pentru 1, 2, ..., 8 lag-uri, sunt prezentate în Tabelul 3:

**Tabelul 3.**

	Lag	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Indicatori</b>									
prețuri administrate		<b>0,017</b>	<b>0,007</b>	0,263	0,381	0,207	0,052	0,145	0,094
producția industrială		0,367	0,584	0,725	0,988	0,980	0,945	0,828	0,837
salariul brut		0,232	0,257	0,874	0,274	0,447	0,397	0,492	0,643
salariul net		0,250	0,126	0,481	0,249	0,420	0,414	0,491	0,656
ULC		0,195	0,166	0,903	0,807	0,836	0,797	0,785	0,935
rata șomajului		0,699	0,403	0,105	0,108	0,123	0,088	0,094	0,272
IPPI		0,063	0,109	0,114	0,260	0,255	0,151	0,189	0,342
M2		0,299	0,186	0,961	<b>0,019</b>	<b>0,052</b>	0,061	0,296	0,241
M1		0,245	0,246	0,817	0,090	0,067	0,077	0,365	0,056
active interne nete		0,728	0,706	0,905	0,856	0,752	0,575	0,051	0,078
rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR		0,542	0,558	0,606	0,556	0,446	0,188	0,217	0,151
rata reală a dobânzii la titlurile de stat		0,370	0,324	0,770	0,599	0,399	0,525	0,294	0,491
BUBOR 1M real		0,095	0,167	0,079	0,131	<b>0,020</b>	<b>0,040</b>	<b>0,025</b>	<b>0,026</b>
cursul de schimb nominal		0,413	0,372	<b>0,017</b>	0,068	0,123	0,059	<b>0,020</b>	<b>0,046</b>
soldul bugetului de stat		0,194	<b>0,012</b>	<b>0,008</b>	<b>0,032</b>	<b>0,044</b>	0,051	0,053	0,069

Conform probabilităților asociate, la 5 la sută nivel de relevanță, evoluția inflației CORE1 este precedată de evoluția:

- prețurilor administrate,
- agregatului monetar în sens larg (*M2*),
- ratei reale BUBOR la o lună,
- cursului de schimb nominal (lei/USD),
- soldului bugetului de stat.

La construirea modelelor *VAR* bivariate, în determinarea lag-ului, s-a ținut cont de probabilitatea obținută din *testul de cauzalitate Granger*, rezultatele *testului Johansen* de testare a cointegrării și de criteriile informaționale *Akaike* și *Schwarz*.

*Funcțiile de impuls-răspuns* construite pe baza modelelor *VAR* bivariate între inflația CORE1 și variabilele macroeconomice sunt prezentate în Anexa 3b.

Conform funcțiilor de impuls-răspuns, inflația este influențată de:

- indicele prețurilor administrate,
- rata șomajului,
- masa monetară în sens larg ( $M2$ ),
- masa monetară în sens restrâns ( $M1$ ),
- activele interne nete,
- BUBOR 1M real,
- cursul de schimb nominal (lei/USD),
- soldul bugetului de stat.

Ținând cont de rezultatele obținute din modelele bivariate, a fost realizat un model *VAR* multivariat, cu patru *lag-uri*<sup>16</sup> cu următoarele variabile<sup>17</sup>: inflația *CORE 1*, masa monetară în sens larg ( $M2$ ), rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR, cursul de schimb nominal și soldul bugetului de stat. Testele diagnostic efectuate asupra ecuației de regresie a inflației confirmă stabilitatea acesteia (rezultatele testelor *suma erorilor* și *suma pătratelor erorilor*), testul *Jarque-Bera* nu respinge ipoteza distribuției normale a erorilor, iar corelogramele erorilor și erorilor pătratice infirmă existența unei corelații seriale a erorilor și a termenilor *ARCH*.

Acest model confirmă existența legăturilor statistice între variabilele macroeconomice selectate și rata inflației. Legăturile obținute între inflația *CORE1* și variabilele analizate sunt mai puternice decât cele obținute prin folosirea *IPC*-ului ca măsură a inflației.

Utilizând ordonarea *curs de schimb*,  $M2$ , *rata reală a dobânzii la depozitele atrase de BNR*, *soldul bugetului de stat*, *CORE1*, funcțiile de impuls-răspuns și descompunerea varianței sunt prezentate în Graficele 4 și 5.

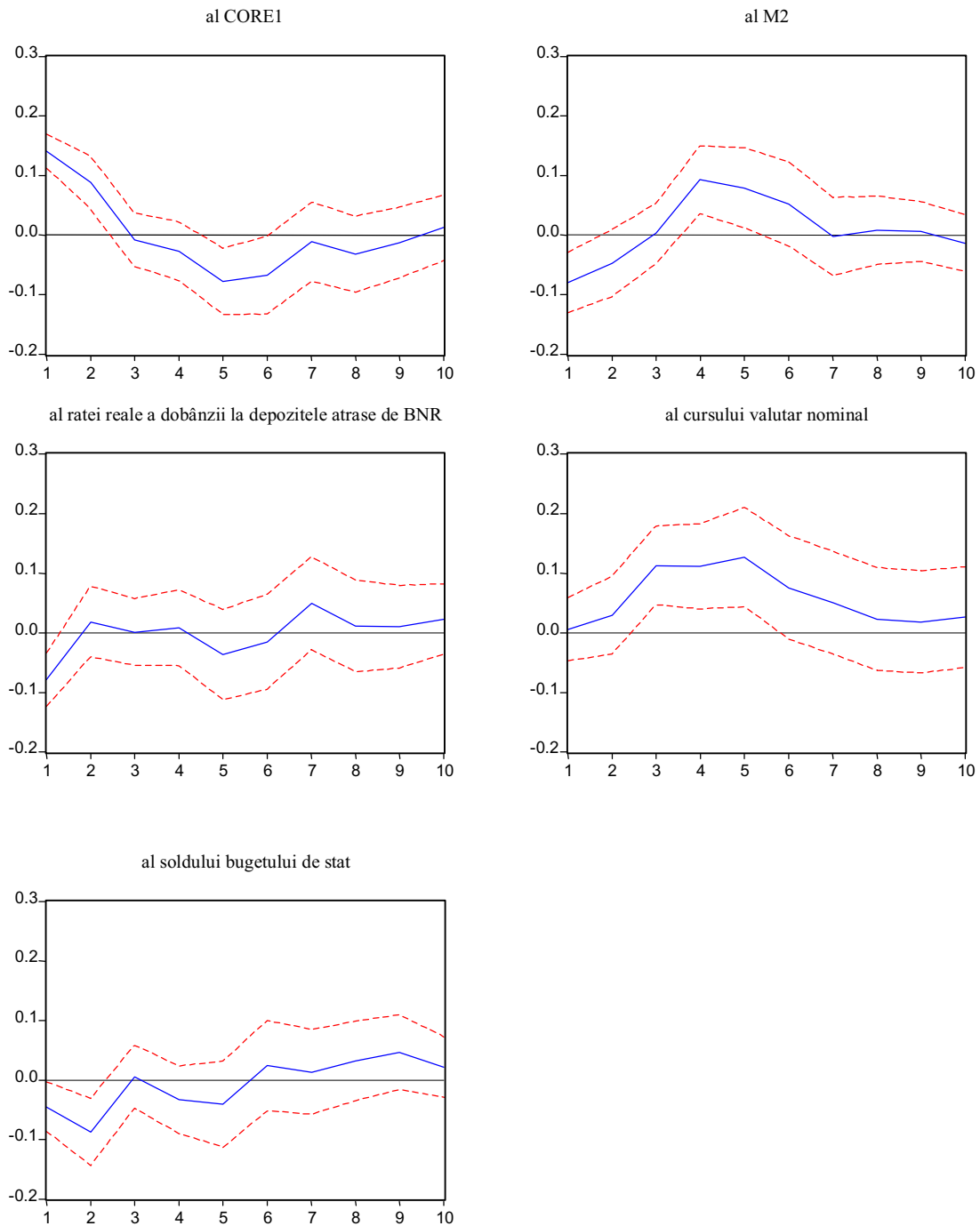
---

<sup>16</sup> Numărul de *lag-uri* a fost ales ținând cont de existența unei relații de cointegrare între variabilele folosite, rezultatele testelor *Granger* bivariate, numărul de *lag-uri* utilizat pentru modelele *VAR* bivariate și de criteriile informaționale.

<sup>17</sup> Din motivele prezentate anterior, s-au exclus rata șomajului și indicele prețurilor administrate.

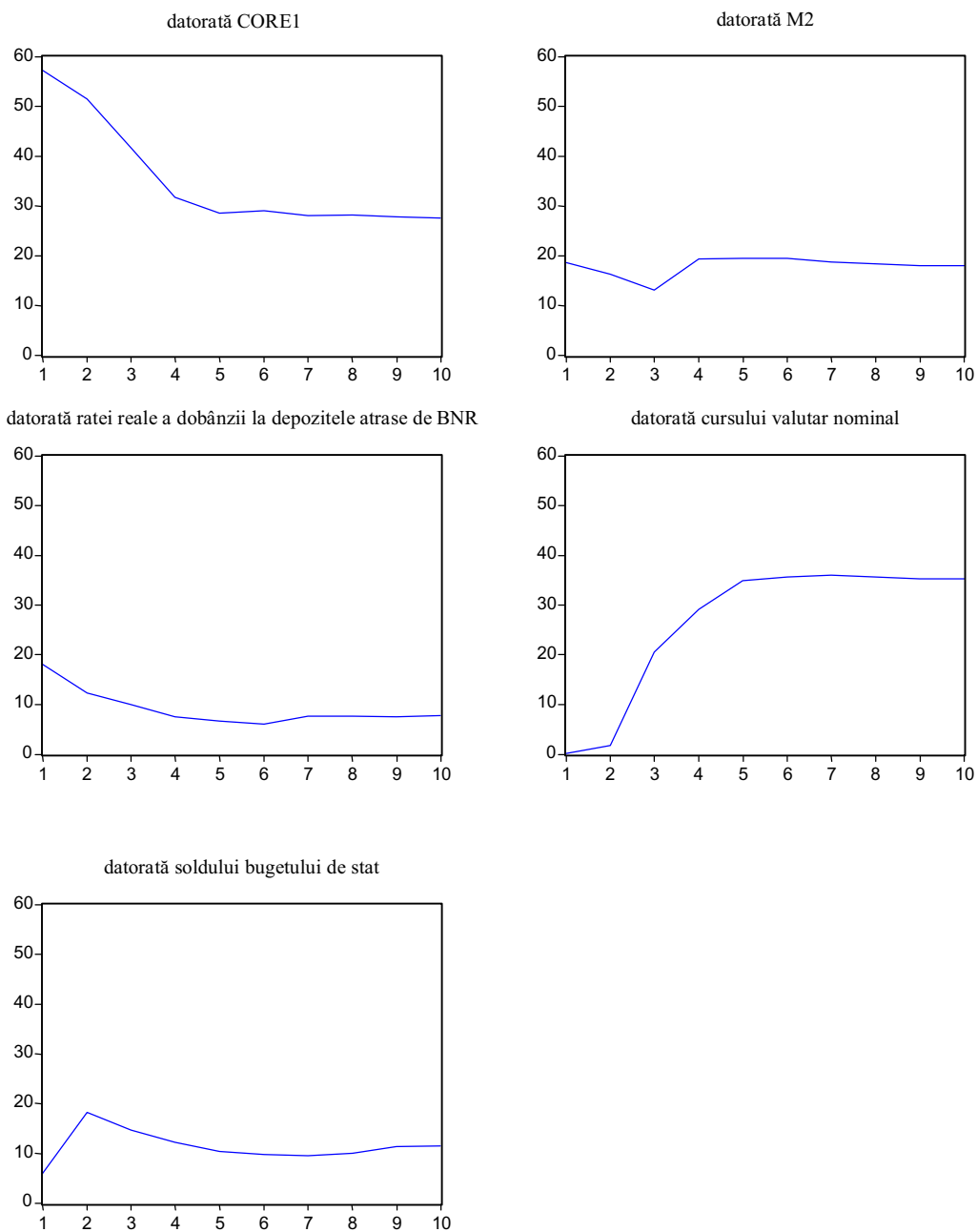
### Graficul 4

#### Răspunsul CORE1 la un șoc



## Graficul 5

### Descompunerea varianței

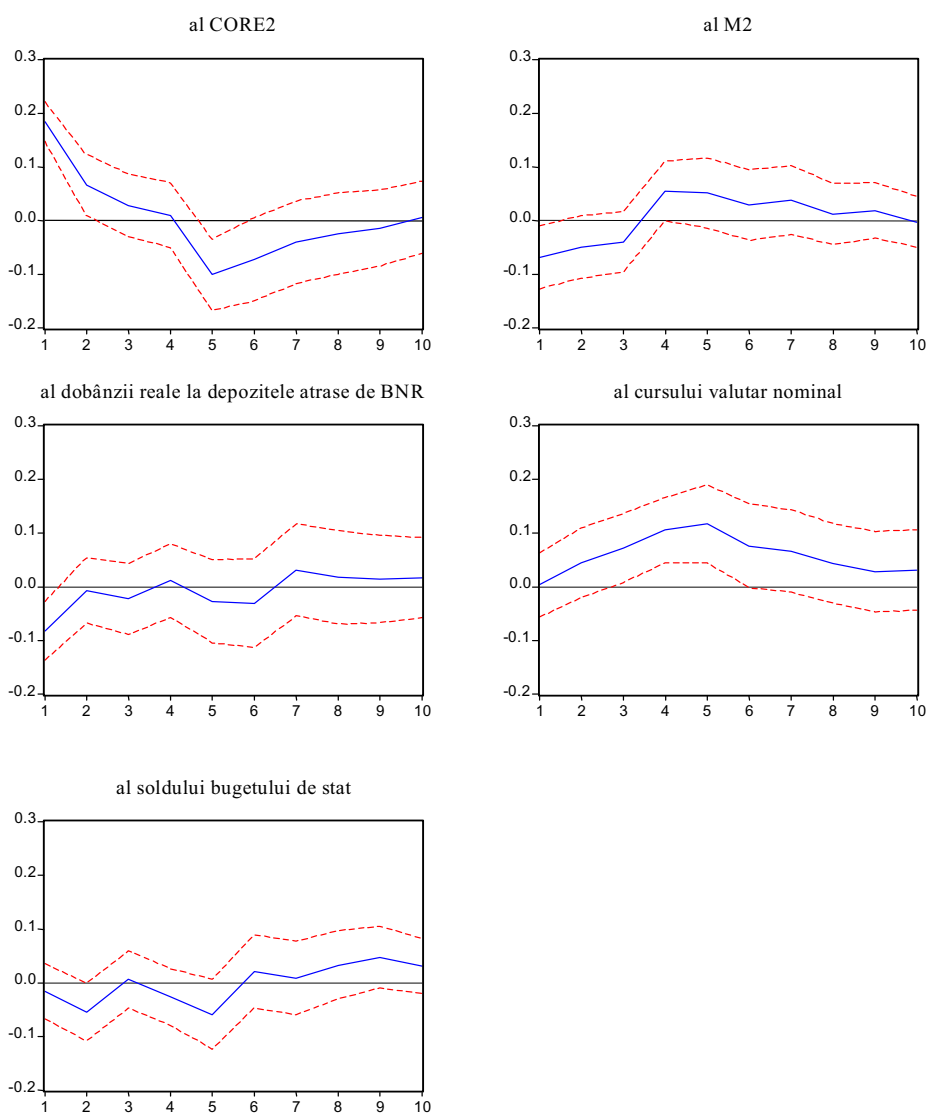


### 4.3. Determinanții inflației măsurate prin *CORE2* și *CORE3*

Înlocuind *CORE1* cu *CORE2* și respectiv *CORE3* și păstrând celelalte variabile, numărul de lag-uri și ordonarea (pentru a se păstra comparabilitatea) au fost construite modele *VAR* multivariate. Conform testului *Johansen*, în cazul celor două modele *VAR* construite, între variabile există cointegrare; de asemenea testele diagnostic efectuate asupra erorilor ecuațiilor de regresie ale *CORE2* și respectiv *CORE3*, precum și testele *suma erorilor* și *suma pătratelor erorilor*, au confirmat stabilitatea celor două modele. Totuși, legăturile existente între cele două măsuri ale inflației (*CORE2* și *CORE3*) și variabilele macroeconomice sunt mai slabe decât cele puse în evidență în cazul utilizării *CORE1*. Funcțiile de impuls-răspuns<sup>18</sup> pentru cele două modele *VAR* sunt prezentate în Graficele 6 și 7.

Graficul 6

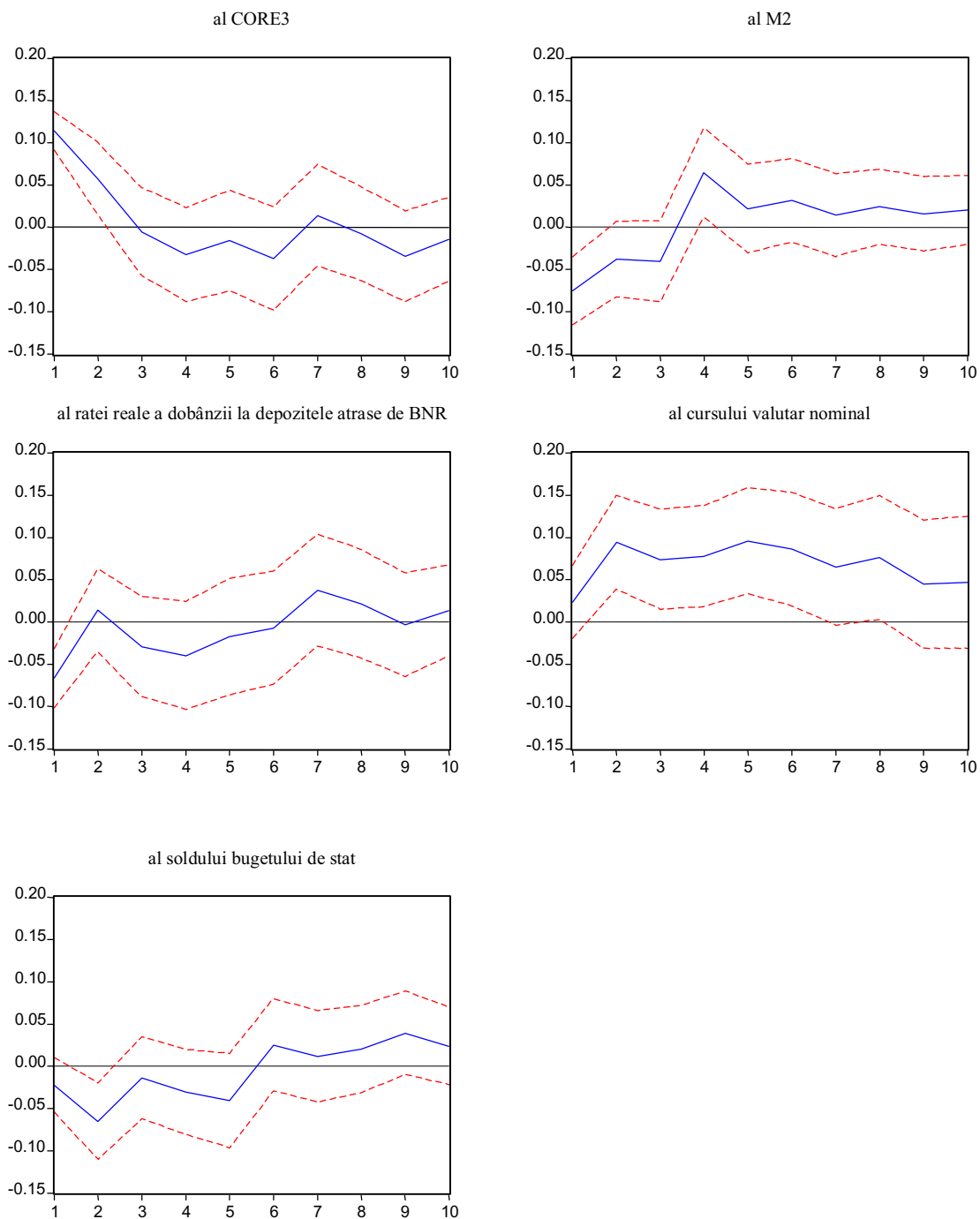
#### Răspunsul *CORE2* la un șoc



<sup>18</sup> S-a folosit ordonarea din modelul ce utilizează IPC ca reprezentare a inflației.

## Graficul 7

### Răspunsul CORE3 la un șoc



## 5. CONCLUZII

Actuala strategie monetară a BNR include elemente precum orientarea dezinflaționistă, flexibilitatea cursului de schimb și rolul important al agregatelor monetare, care se regăsesc și într-un regim de țintire directă a inflației. Totuși, în prezent, țara noastră îndeplinește doar parțial condițiile cerute de implementarea unui astfel de regim (Tabelul 4), fiind necesar un interval de doi-trei ani pentru pregătirea unui cadru corespunzător. Având în vedere stadiul actual al dezvoltării economiei și prognoza evoluției principalilor indicatori macroeconomici din Programul economic de preaderare, anul 2004 poate fi considerat drept momentul adecvat pentru adoptarea țintirii directe a inflației. În perioada premergătoare schimbării efective a regimului de politică monetară este necesar ca banca centrală să promoveze o atitudine proactivă prin introducerea graduală a unor elemente care definesc țintirea inflației:

- urmărirea consecventă a țintei de inflație și degrevarea completă a politicii monetare de sprijinirea altor obiective macroeconomice;
- consolidarea credibilității băncii centrale prin evitarea ajustării pe parcursul anului a țintei de inflație inițial anunțate;
- întărirea responsabilității băncii centrale față de obiectivul asumat prin publicarea unui raport asupra inflației care să includă prognoza de inflație.

Totodată, în paralel cu asimilarea în strategia monetară a unor elemente de țintire a inflației, BNR trebuie să inițieze demersurile legislative necesare adoptării formale a noului regim. O tactică similară a fost aplicată și de Noua Zeelandă (prima țară care a introdus țintirea inflației): strategia a fost adoptată *de facto* în anul 1988, iar *de jure*, doi ani mai târziu, în martie 1990, o dată cu intrarea în vigoare a noului statut al băncii centrale.

Se impune, de asemenea, adoptarea unei decizii privind indicele de prețuri pe baza căruia se va stabili ținta de inflație, abordările celorlalte bănci centrale care promovează acest tip de strategie oscilând între utilizarea IPC total și excluderea unor componente a căror natură diferă de la țară la țară.

În cazul României, problema se reduce la a alege între indicele prețurilor de consum (care prezintă avantajul accesibilității și transparenței) și indicii inflației de bază (care – prin eliminarea influenței prețurilor administrate și/sau a factorilor sezonieri – permit excluderea șocurilor exogene politicii monetare). În cazul în care este preferată una din măsurile inflației de bază, este necesară demararea unei campanii de pregătire a publicului astfel încât la momentul schimbării strategiei ținta de inflație anunțată să nu fie percepută distorsionată, periclitanț ancorarea anticipațiilor inflaționiste.

În cadrul strategiei monetare analizate, un rol esențial revine prognozei de inflație, realizată, în general, prin modele econometrice. În cazul României, testele efectuate demonstrează însă că o astfel de abordare este prematură, dată fiind fragilitatea legăturilor dintre variabilele cu caracteristici de *leading indicators* și inflație (măsurată prin IPC, CORE1, CORE2). O dată cu stabilizarea inflației pe palierul cu o singură cifră și consolidarea echilibrelor macroeconomice, este însă previzibilă ameliorarea acestor relații și, prin urmare, posibilitatea utilizării instrumentarului econometric pentru realizarea unor prognoze viabile pe termen mediu.



**Tabelul 4. Precondițiile impuse de implementarea țintirii directe a inflației și îndeplinirea acestora în România**

<b>Cerințe instituționale</b>	<b>Motivație</b>	<b>Sunt îndeplinite aceste cerințe?</b>
Independența băncii centrale în utilizarea instrumentelor	Banca centrală are nevoie de libertate de acțiune pentru a-și atinge obiectivul de inflație.	Da
Instrumente de politică monetară eficace	Banca centrală are nevoie de cel puțin un instrument eficace pentru a putea informa publicul privind orientarea politicii monetare și ancora anticipațiile inflaționiste.	Nu
Asumarea răspunderii de către banca centrală	Trebuie clar precizate responsabilitățile băncii centrale pentru atingerea țintei de inflație.	Nu
Transparența deciziilor de politică monetară	Banca centrală trebuie să comunice clar și la intervale regulate deciziile sale de politică monetară și motivația acestora guvernului, piețelor financiare, publicului larg.	Parțial
Regim de curs de schimb flexibil	Flexibilitatea necesară atingerii țintei de inflație nu este compatibilă cu un regim de curs de schimb fix.	Da
Responsabilitate comună a guvernului și băncii centrale	Guvernul trebuie să-și asume ținta de inflație, respectiv să promoveze politici economice consistente cu aceasta.	Da
Armonizarea politicii monetare cu politica fiscală	Guvernul trebuie să sprijine, prin politica sa fiscală, atingerea țintei stabilite.	Nu
Sprijin din partea publicului	Publicul trebuie să privească cu încredere strategia, influențarea anticipațiilor fiind esențială pentru buna sa funcționare.	Nu
Un sistem financiar bine dezvoltat	Piețele financiare trebuie să fie suficient de dezvoltate și lichide pentru a face presiuni în sensul atingerii și menținerii stabilității prețurilor și pentru a furniza informații privind anticipațiile inflaționiste.	Nu
<b>Cerințe tehnice</b>		
Alegerea unui indice de prețuri adecvat	Ținta de inflație trebuie specificată în funcție de un indice bine înțeles de public și reprezentativ pentru evoluția puterii de cumpărare.	Nedecis
Stabilirea unui interval de fluctuație a țintei de inflație și a orizontului de timp	Nivelul flexibilității și calendarul atingerii țintei de inflație trebuie prestabilite, pentru a se asuma responsabilitatea pentru atingerea/ratarea țintei.	Nu
Cunoștințe suficiente privind funcționarea mecanismului de transmisie a politicii monetare	Decidenții de politică monetară trebuie să dispună în timp util de informații complete asupra efectului acțiunilor lor asupra variabilelor macroeconomice.	Nu
Realizarea unor proiecții de inflație	Strategia de țintire a inflației trebuie să asigure ancorarea anticipațiilor inflaționiste la ținta anunțată, adică banca centrală trebuie să se bazeze pe proiecțiile de inflație în luarea deciziilor de politică monetară și să fie proactivă.	Nu

## BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

- Ball Laurence,  
Mankiw Gregory**                      “*Relative Price Changes as Aggregate Supply Shocks*”,  
The Quarterly Journal of Economics, vol. CX, nr. 1, 1995
- Bernanke Ben,  
Laubach Thomas,  
Mishkin Frederic,  
Posen Adam,**                      “*Inflation Targeting – Lessons From the International  
Experience*”, Princeton University Press, Chicester -  
West Sussex, 1999
- Christoffersen Peter,  
Wescott Robert**                      “*Is Poland Ready for Inflation Targeting?*”, IMF  
Working Paper WP/99/41, 1999
- Cukiermann Alex**                      “*Central Bank Strategy, Credibility, and Independence*”,  
Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1992
- Debelle Guy**                      “*Inflation Targeting in Practice*”, IMF Research  
Department Paper No. 35 (Washington: International  
Monetary Fund), 1997
- Debelle Guy,  
Masson Paul,  
Savastano Miguel,  
Sharma Sunil**                      “*Inflation Targeting as a Framework for Monetary  
Policy*”, IMF Staff Papers-Economic Issues No. 15  
(Washington, International Monetary Fund), 1998
- Fry Maxwell,  
Julius DeAnne,  
Mahadeva Lavan,  
Roger Sandra,  
Sterne Gabriel**                      “*Key issues in the choice of monetary policy framework*”  
în Mahadeva Lavan și Sterne Gabriel “*Monetary Policy  
Frameworks in a Global Context*”, 2000, Bank of  
England
- Masson Paul,  
Savastano Miguel,  
Sharma Sunil**                      “*Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary  
Policy in Developing Countries?*”, articol publicat în  
Finance & Development, pe baza IMF Working Paper  
97/130, “The Scope for Inflation Targeting in Developing  
Countries”, 1998
- Mishkin Frederic**                      “*Inflation Targeting in Emerging Market Countries*”,  
NBER Working Paper No. 7618 (Cambridge,  
Massachusetts: National Bureau of Economic Research),  
2000
- Niepelt Dirk**                      “*The Fiscal Myth of the Price Level*”, mimeo, Institute  
for International Economic Studies, Stockholm  
University, 2001



# **ANEXE**

### Caracteristicile regimului de țintire a inflației în diferite țări

Țara	Noua Zeelandă	Canada	Chile	Israel	Marea Britanie	Suedia	Cehia	Polonia	Ungaria
<b>Data instituirii</b>	1988*	1991	1991	1992	1992	1993	1998	1999	2001
<b>Ținta inițială</b>	0-2%	2-4%	15-20%	14-15%	1-4%	2%	5,5-6,5%	<9,5%	7% ± 1%
<b>Ținta curentă</b>	0-3%	1-3%	3% ± 1%	2,5-3,5%	2.5%	2% ± 1%	3-5%	6-8%	4,5% ± 1%
<b>Ținta pe termen lung</b>	0-3%	1-3%	3% ± 1%	1-3%	2,5% ± 1%	2% ± 1%	2-4%	<4%	2%
<b>Perioada de convergență**</b>	1,5 ani	1 an	11 ani	>9 ani	1,5 ani	1 an	x	x	x
<b>Orizontul țintei</b>	5 ani (mandatul Guvernatorului)	1998-2001	nelimitat	>2003	5 ani (ciclul electoral)	nelimitat	2002-2005	anual	anual
<b>Indicele utilizat ca țintă</b>	inflația de bază	IPC	IPC	IPC	RPIX (IPC – dobânzile ipotecare)	IPC	inflația netă (1998-mar.2001) IPC (din apr. 2001)	IPC	IPC
<b>Anunțarea țintei</b>	acord între MF și BC	acord între MF și BC	...	Guvernul	Cancelarul Trezoreriei	banca centrală	acord între Guvern și BC	banca centrală	banca centrală
<b><i>Inflation report</i></b>	trimestrial	semestrial	semestrial	semestrial	trimestrial	trimestrial	trimestrial	trimestrial	trimestrial
<b>Publicarea prognozei</b>	da	nu	da	da	da	nu	da	nu	da

Sursa: Landerretche Oscar, Morande Felipe, Schmidt-Hebbel Klaus – *Inflation targets and stabilisation in Chile* în Mahadeva Lavan și Gabriel Sterne – *Monetary Policy Framework in a Global Context*, Banca Angliei, 2000; Debelle Guy – *Inflation targeting in practice*, IMF Working Paper WP-97/35, 1997; Rapoarte ale băncilor centrale.

**Legendă:**

\* – regimul de țintire directă a inflației a fost adoptat de facto în 1988 și de jure în 1990.

\*\* – perioada de la adoptarea țintei și până la atingerea unui nivel staționar al inflației.

x – nu s-a ajuns încă la un nivel staționar al inflației

... – lipsă date

**Contextul macroeconomic existent în unele țări  
în momentul adoptării țintirii directe a inflației**

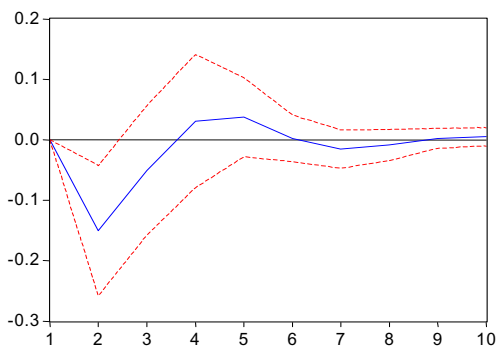
Țara	Anul anterior implementării regimului	Rata inflației (medie anuală)	Soldul contului curent	Soldul bugetului public
		(%)	(procente în PIB)	(procente în PIB)
Noua Zeelandă	1989	5.7	-3	...
Chile	1990	26.6	-1.7	0.8
Canada	1990	4.7	-3.9	-3.1
Israel	1991	19.7	-0.6	-4.5
Marea Britanie	1992	3.7	-1.7	0.0
Finlanda	1992	2.6	-4.6	0.0
Spania	1994	5.3	-1.4	-6.4
Cehia	1997	8.5	-6.1	-0.9
Polonia	1998	11.8	-4.4	-1.0
Brazilia	1998	3.2	-4.3	-8.0
Ungaria	2000	10.8	-4.3	-3.7

Sursa: IFS, Rapoarte ale băncilor centrale.

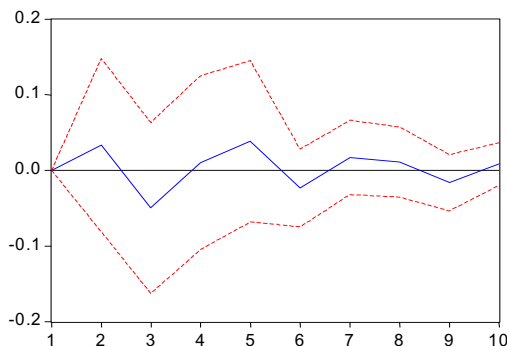
... – lipsă date

**Funcțiile de impuls-răspuns construite pe baza modelelor bivariante  
între IPC și variabilele macroeconomice selectate**

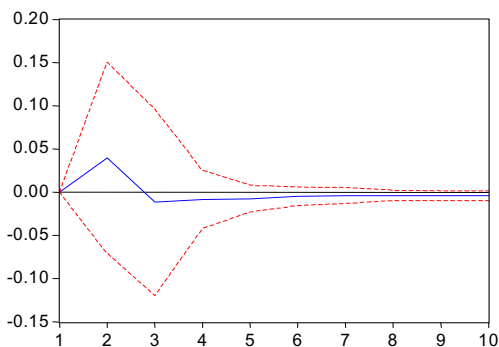
Răspunsul IPC la un șoc al prețurilor administrate



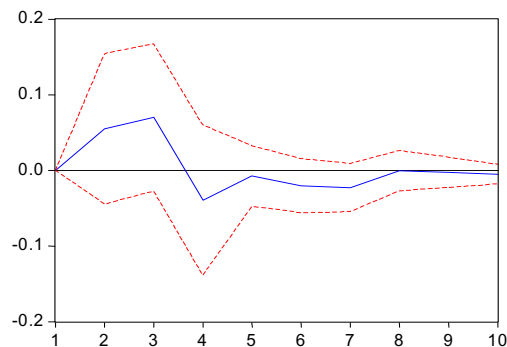
Răspunsul IPC la un șoc al producției industriale



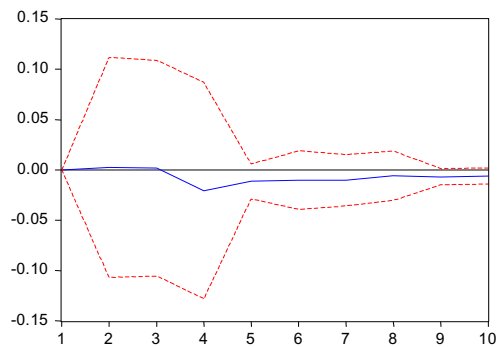
Răspunsul IPC la un șoc al salariului brut



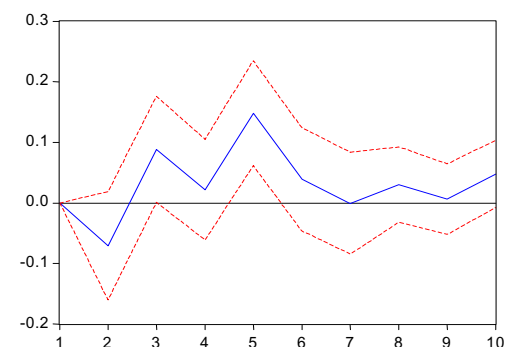
Răspunsul IPC la un șoc al salariului net



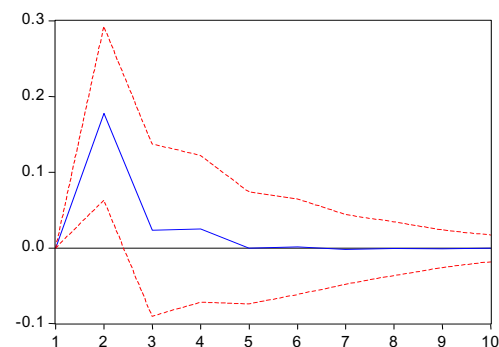
Răspunsul IPC la un șoc al ULC



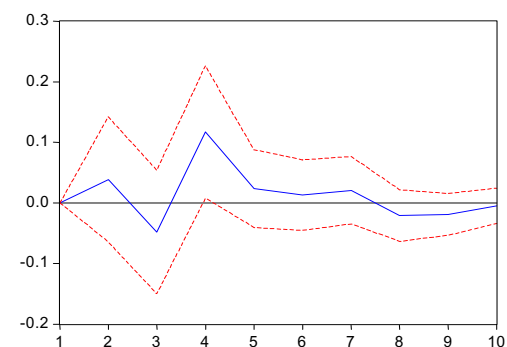
Răspunsul IPC la un șoc al ratei șomajului

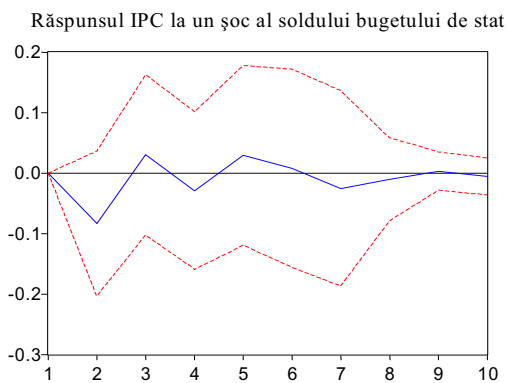
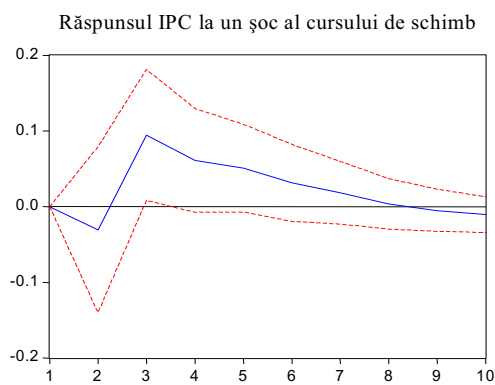
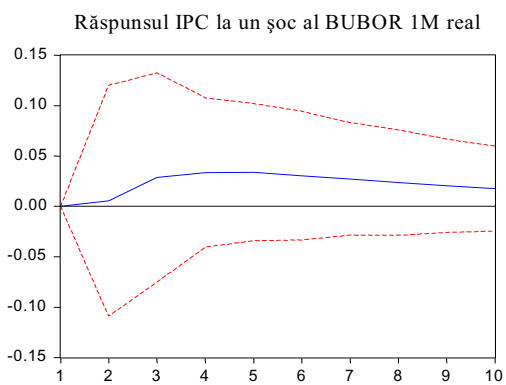
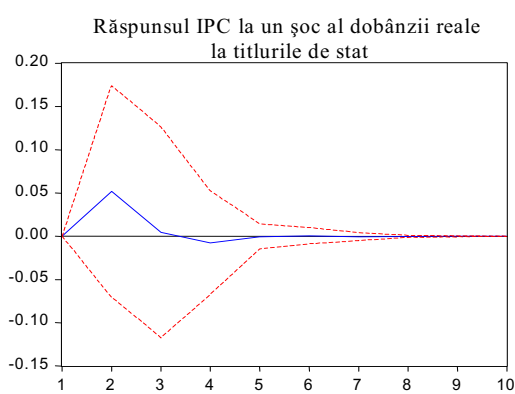
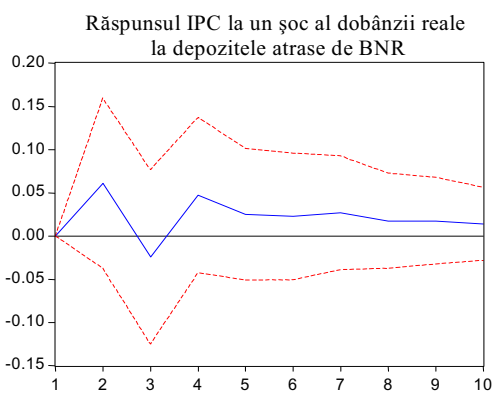
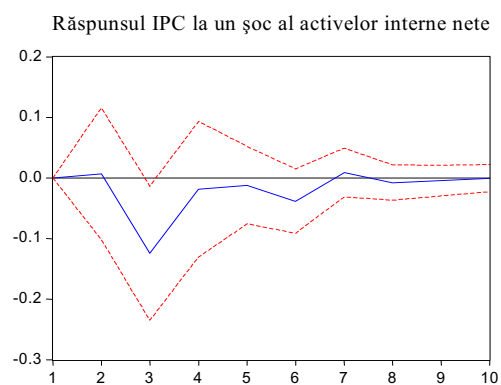
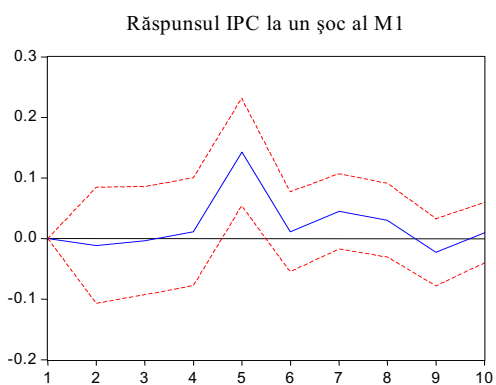


Răspunsul IPC la un șoc al IPP



Răspunsul IPC la un șoc al M2

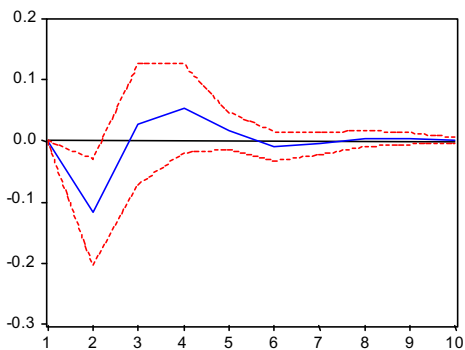




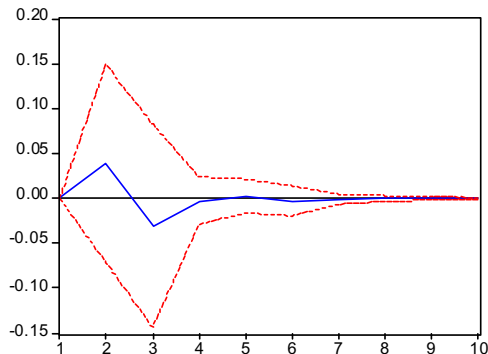


**Funcțiile de impuls-răspuns construite pe baza modelelor bivariate între CORE1 și variabile macroeconomice selectate**

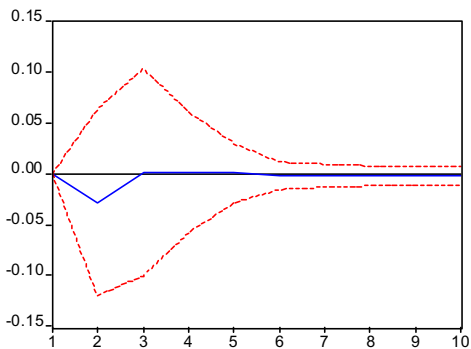
Răspunsul CORE1 la un șoc al prețurilor administrate



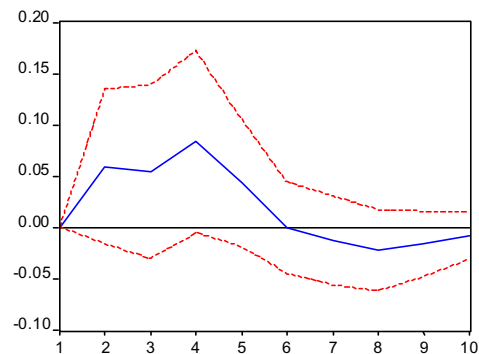
Răspunsul CORE1 la un șoc al producției industriale



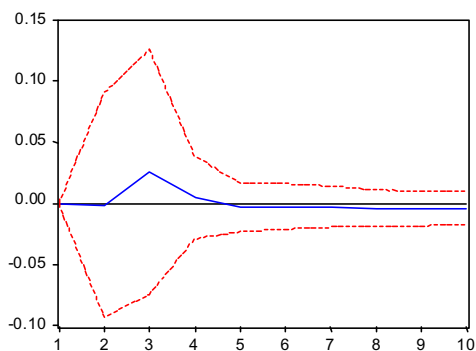
Răspunsul CORE1 la un șoc al salariului brut



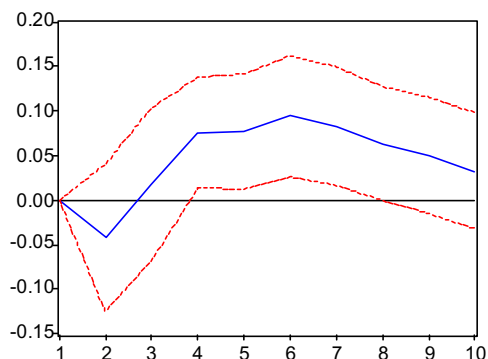
Răspunsul CORE1 la un șoc al salariului net



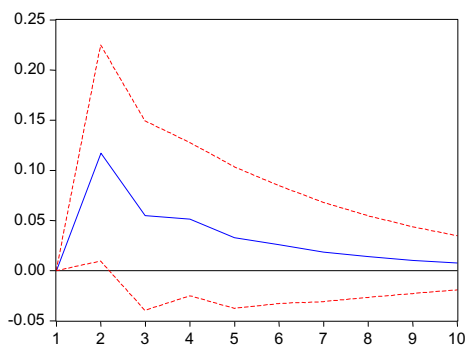
Răspunsul CORE1 la un șoc al ULC



Răspunsul CORE1 la un șoc al ratei șomajului



Răspunsul CORE1 la un șoc al IPP



Răspunsul CORE1 la un șoc al M2

