

# *CAIETE DE STUDII*

*Nr.9*

*Mai 2000*

ISSN 1224-4449

## *Notă*

*Tehnoredactarea Caietelor de Studii  
a fost realizată de către Direcția Studii și Publicații.  
Opiniile prezentate în această lucrare sunt în întregime ale  
autorilor  
și ele nu implică sau angajează în vreun fel  
Banca Națională a României.*

**ANCORELE ANTIINFLAȚIONISTE  
ÎNTR-O ECONOMIE ÎN TRANZIȚIE.  
PROVOCĂRI PENTRU ROMÂNIA**

**SESIUNE ȘTIINȚIFICĂ**

organizată de

**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

în data de 16 mai 2000

# ***Cuprins***

Cuvânt de deschidere.....	7
Țintele alternative în orientarea politicii monetare .....	9
Politica monetară în condiții de incertitudine. Provocări pentru România .....	33
Problema ancorei monetare în perspectiva aderării la Uniunea Europeană.....	60

## **CUVÂNT DE DESCHIDERE**

***adresat de domnul Emil Iota Ghizari, Guvernator al Băncii Naționale a României,  
participanților la simpozionul "Ancorele antiinflaționiste într-o economie în tranziție.  
Provocări pentru România",  
organizat de Banca Națională a României***

### **Onorată asistență,**

Permiteți-mi să deschid lucrările acestui simpozion consacrat unei teme de certă actualitate și importanță: ancorele antiinflaționiste în țările în tranziție.

Fenomenul inflaționist, care s-a manifestat cu o deosebită intensitate în perioada de tranziție la economia de piață, are consecințe nedorite asupra dezvoltării economice a acestor țări. În combaterea acestui flagel, un rol de maximă importanță revine băncilor centrale, responsabile pentru alegerea unei strategii adecvate a politicii monetare și a celor mai eficiente instrumente.

Condițiile pentru îmbunătățirea performanțelor monetare și reducerea inflației în aceste țări depind însă de calitatea ancorei antiinflaționiste pentru care se optează. Există însă premisele ca, în perspectivă, prin consolidarea structurii instituționale a piețelor financiare din țările cu economii în tranziție, acestea să acorde mai multă atenție ancorelor antiinflaționiste cu un grad de agregare complex, în funcție de stadiul lor de dezvoltare și experiența acumulată. Indiferent de ancora nominală utilizată, experiența de până acum a țărilor în tranziție a arătat că în ultimă instanță succesul macrostabilizării depinde de responsabilitatea fiscală a guvernelor.

Banca Națională a României se află în fața unor alternative privind ținta politicii monetare și a unor situații de incertitudine pe care trebuie să le depășească în mod curent. În perioada actuală politica monetară a continuat să utilizeze drept ținte agregatele monetare. Masa monetară va constitui și în viitor obiectivul intermediar al politicii monetare, banca centrală exercitându-și influența prin controlul bazei monetare, care reprezintă obiectivul operațional.

În perspectivă, realizarea unor performanțe dezinflaționiste semnificative și sustenabile, care este de natură să amelioreze și să conserve credibilitatea autorităților și să reducă anticipațiile inflaționiste ale operatorilor de piață, poate conduce la glisarea către o strategie de politică monetară de urmărire directă a inflației.

Stadiul actual al economiei românești este rezultatul escaladării declinului economic și al decalajului în planul dezinflației acumulat de România față de celelalte state din regiune, candidate la UE. Din perspectiva integrării, politica monetară urmărește atingerea unei rate a inflației cât mai scăzute, realizarea unei stabilități relative a cursului de schimb și asigurarea unui nivel scăzut al ratei dobânzii pe termen lung.

Creșterea capacității băncii centrale de a proiecta și implementa o politică monetară adecvată și eliminarea imperfecțiunilor mecanismului de transmisie a politicii monetare sunt, de asemenea, direcții de acțiune pe care BNR trebuie să le promoveze cu consecvență.

Îngăduiți-mi să fac o scurtă trecere în revistă a celor mai semnificative evoluții monetare consemnate în primele luni ale acestui an.

Această perioadă se caracterizează prin crearea unor condiții monetare favorabile stabilității macroeconomice și încurajatoare în perspectiva reluării creșterii economice.

În perioada ianuarie-aprilie, cursul de schimb al monedei naționale a suferit o depreciere în termeni nominali, care nu a viciat parametrii valutari stabiliți la începutul anului. Deprecierea monedei naționale s-a înscris pe coordonatele programului monetar stabilite la începutul acestui an și se prefigurează în continuare o evoluție în pas cu inflația. Pe fondul unui excedent cvasipermanent pe piața valutară, intervenția autorității monetare nu a fost generatoare de derapaje inflaționiste.

Dobânzile de pe piața interbancară s-au înscris în lunile martie și aprilie pe un *trend* descrescător, după o lungă perioadă în care acestea s-au situat pe un palier ridicat. Această evoluție s-a datorat în special eliminării distorsiunilor de pe piața monetară interbancară provocate de băncile cu probleme, optimizării nivelului de lichiditate de pe piață și atenuării relative a anticipațiilor inflaționiste.

În contextul ajustării unor categorii de prețuri administrate, rata inflației a înregistrat în primele patru luni niveluri relativ ridicate, dar care nu se abat semnificativ de la obiectivul ambițios al unei rate anuale a inflației de 27 la sută. Acest deziderat reprezintă o provocare pentru autoritatea monetară, care a vizat încă de la începutul acestui an imprimarea unui caracter restrictiv politicii monetare.

Această conduită consecventă a politicii monetare a constituit și în trimestrul I al acestui an factorul decisiv al temperării inflației. Prin impunerea controlului strict asupra variabilelor monetare, politica BNR bazată pe ancora monetară a urmărit să reducă anticipațiile inflaționiste, precum și impactul exercitat de ajustările fiscale asupra prețurilor.

Pentru anul 2001 se preconizează o dezinflație sustenabilă și durabilă mai accelerată, în condițiile eliminării surselor deficitului cvasifiscal. Pentru perioada 2002-2008 este vizată demararea procesului de convergență reală și nominală în condițiile unor rate relativ înalte ale creșterii economice și obținerea unei inflații compatibile cu performanțele UE și cu criteriile Tratatului de la Maastricht.

În încheiere, doresc să-mi exprim încrederea în reușita acestui simpozion și convingerea că din comunicările prezentate și dezbaterile ce vor avea loc se vor desprinde o serie de direcții concrete de acțiune, care vor sprijini eforturile noastre îndreptate înspre combaterea inflației.

Cu aceste gânduri, vă rog să-mi permiteți să urez succes lucrărilor acestei reuniuni!

## ȚINTELE ALTERNATIVE ÎN ORIENTAREA POLITICII MONETARE

Dr. Cristian Popa

Lucrarea își propune o examinare din punct de vedere teoretic a avantajelor și dezavantajelor pe care le induce țintirea directă a ratei inflației ca strategie a băncii centrale în raport cu trei mari categorii de soluții alternative: modificările operabile la nivelul motivațiilor autorității monetare, regulile presupunând desemnarea altor ținte (cu precădere a venitului nominal, nivelului agregat al prețurilor și utilizarea regulilor de tip Taylor), precum și regulile formulate din perspectiva instrumentelor de politică monetară (unde locul principal va fi ocupat de țintirea agregatelor monetare). Pe întregul parcurs al acestei lucrări vom încerca atât demonstrarea faptului că țintirea inflației echivalează sau domină, din punctul de vedere al eficienței sale, celelalte variante posibile de disciplinare a comportamentului băncii centrale, precum și argumentarea superiorității unor soluții hibride, presupunând flexibilizarea țintirii inflației sau îmbinarea acesteia cu modificări în regimul instituțional al autorității monetare.

În cele ce urmează, țintirea inflației (*inflation targeting*) va fi presupusă a implica cel puțin cinci componente: (i) statuarea asigurării stabilității prețurilor (înțeleasă sub forma unor rate ale inflației joase și stabile) ca obiectiv unic sau prioritar al politicii monetare fie pe cale constituțională, fie prin angajamentul public al autorității monetare; (ii) cuantificarea obiectivului politicii monetare drept o rată a inflației ce urmează a fi atinsă de-a lungul unui interval de timp (cel mai adesea anual, fiind însă posibilă și definirea de obiective plurianuale sau pe termen mediu), ținta fiind fixată de către guvern și delegată băncii centrale, stabilită în comun sau precizată independent de către autoritatea monetară; (iii) independența băncii centrale în privința instrumentelor utilizate în atingerea ratei țintite a inflației, aceasta rezultând în particular în reducerea rolului țintelor intermediare (altele decât inflația prognozată); (iv) desfășurarea proceselor de configurare și aplicare a politicii monetare în condiții de transparență, implicând controlabilitatea activității autorității monetare și *feedback*-ul din partea agenților economici; (v) existența răspunderii (*accountability*) băncii centrale pentru eșecurile în atingerea țintelor inflaționiste stabilite.<sup>1</sup>

Din această perspectivă, utilizarea țintirii inflației drept strategie a politicii monetare nu echivalează strict cu recurgerea la o regulă de politică economică (în sensul apelului la un algoritm cuantificabil), ci se referă mai degrabă la introducerea unei componente sistematice substanțiale în politica monetară sau la asigurarea coerenței acesteia în raport cu obiectivul

---

<sup>1</sup> Este necesară aici o precizare de ordin semantic: conceptul de țintă inflaționistă se referă în cadrul lucrării de față strict la cuantificarea unei ținte în termenii ratei inflației, el neavând nici o implicație în raport cu efectele acesteia. În al doilea rând, formele pe care le pot îmbrăca penalizările băncii centrale sunt diverse, mergând de la cele explicite (demiterea guvernatorului sau reducerea bugetului băncii) până la costurile instituționale de ordin reputațional.

stabilit în plan nominal, sub forma unui discreționism constrâns, flexibilitatea rămânând o caracteristică a acestei politici (Taylor, 1992; Leiderman și Svensson, 1995; Svensson, 1995b; McCallum, 1996a; Bernanke și Mishkin, 1997). Practic, banca centrală trebuie să aleagă cea configurație a instrumentelor de politică monetară care să conducă la maximizarea probabilității de atingere a țintei, ceea ce conferă politicii monetare un puternic caracter pro-activ (mergând până la utilizarea inflației anticipate drept țintă intermediară – Svensson, 1996b). Flexibilitatea politicii monetare este în acest caz cenzurată doar de costurile (explicite sau implicite, ultimele incluzând costurile reputaționale și de credibilitate ce afectează decidenții de politică monetară atât pe plan instituțional, cât și personal) ale neatingerii țintei, un rol important jucându-l evaluarea transparentă a consecințelor pe termen lung generate prin intermediul măsurilor orientate pe termen scurt adoptate de către banca centrală. De asemenea, credibilitatea sporită a autorității monetare permite practicarea excepțională a unor devieri temporare de la țintă ca răspuns la apariția unor șocuri ce afectează nivelul general al prețurilor, fără transmiterea semnalului de acomodare a unor creșteri permanente în rata inflației (Bernanke și Mishkin, 1997, pp. 9-11; 13-24).

Nu în ultimul rând, țintirea inflației restrânge în mod benefic marjele de manevră ale instituțiilor implicate în conceperea și aplicarea politicilor macroeconomice, atât în sensul circumscriserii distorsiunilor motivaționale care ar putea conduce la un comportament inconsistent în timp al băncii centrale, cât și în cel al izolării parțiale a autorității monetare față de presiunile pro-inflaționiste din partea guvernului, în acest sens contribuind rolul de ancoră nominală al țintei inflaționiste și transparența intrinsecă a politicii monetare în condițiile țintirii inflației.

## **1. Țintirea inflației în raport cu modificările operabile în motivațiile autorității monetare**

Existența inconsistenței dinamice în politica monetară derivă dintr-o multitudine de motivații. Cele mai frecvent menționate se referă la: dorința autorității monetare (sau presiunile în acest sens din partea guvernului) de sporire a nivelului ocupării forței de muncă sau, într-o perspectivă mai generală, a nivelului activității economice (argumentată de regulă prin existența unor distorsiuni la nivelul piețelor factorilor – de exemplu, impozitarea distorsionantă a muncii sau existența programelor de transfer – care conduc la nivele suboptimale din punct de vedere social ale ocupării sau activității economice înseși)<sup>2</sup>; posibilitatea extragerii de venituri prin intermediul seniorajului, precum și a erodării valorii reale a datoriei publice în cazul generării unor surprize inflaționiste; consecințele inflaționiste ale devalorizărilor întreprinse în scopul ameliorării situației contului curent; precum și utilizarea politicii monetare în scopul salvagărdării stabilității sistemului financiar (Calvo, 1978; Barro, 1990; Cukierman, 1992).

În toate cazurile amintite anterior, componenta esențială a lipsei de consistență intertemporală în

---

<sup>2</sup> Cukierman (1992, p. 27) menționează că, pe lângă explicația amintită (care face parte din tradiția utilizării modelului Barro-Gordon, unde autoritatea monetară este presupusă a urmări în mod benevolent maximizarea bunăstării sociale), este valabilă și o interpretare bazată pe presiuni politice exercitate de către grupările "subocupate" ale electoratului, cele două perspective coincidând într-o anumită măsură.



politica monetară, caracterizată prin devierea *ex post* a decidenților de la planurile optime formulate *ex ante*, în momentul în care aceste planuri ar fi trebuit implementate, poate fi identificată ca provenind din modificările motivaționale survenite în timp la nivelul acestor decidenți (Kydland și Prescott, 1977), modificări pe care literatura mai recentă le prezintă într-o perspectivă ciclică (preferințele relative pentru stabilitatea prețurilor și cele pentru sporirea nivelului activității economice fiind corelate în serie), precum și din încercările politicii monetare abordate pozitiv de a maximiza (la un moment dat) anticipațiile valorii actualizate a obiectivelor multiple pe care aceasta le urmărește (Cukierman, 1992, p. 147). În prezența anticipațiilor raționale, rezultatele acestor eforturi se traduc într-o înclinație spre inflație (*inflation bias*) manifestă la nivelul băncii centrale, comparativ cu performanțele ce pot fi obținute în privința inflației în situația angajamentului preliminar (*precommitment*) al autorității monetare de a nu devia de la politica optimă *ex ante* (Barro și Gordon, 1983a, b). Literatura mai recentă subliniază de asemenea impactul nefavorabil asupra bunăstării sociale generat de caracterul de autoconfirmare (*self-fulfilling*) al anticipațiilor sectorului privat față de reacțiile politicii monetare la șocuri, echilibrele multiple posibile în aceste condiții incluzând unele caracterizate de o variabilitate pronunțată a nivelului producției reale (așa-numitele capcane anticipaționale, *expectation traps*) și care pot fi eliminate prin forme (chiar limitate) de preangajare (Chari, Christiano și Eichenbaum, 1996).

Modificarea motivațiilor băncii centrale rezidă în existența rigidităților nominale (modelele de tip Barro-Gordon presupun încheierea contractelor în termeni nominali înaintea adoptării măsurilor de politică monetară, sau, alternativ, stabilirea *ex ante* a cererii de solduri reale de tranzacție), iar efectul lor asupra așteptărilor agenților economici este, în condițiile discreționismului, internalizarea în decizii a tentației de generare a surprizelor inflaționiste, reflectată în nivele sporite ale inflației anticipate. Este esențial faptul că prezența unei inflații anticipate mai mari se asociază în aceste condiții aceluiași nivel al ocupării, respectiv al producției reale (nivelul său natural), politica monetară fiind incapabilă să genereze efecte reale pe termen lung.

Discuția va fi structurată în continuare prin apelul la o variantă a modelului Barro-Gordon formulată de Waller (1995). Fie o economie descrisă prin următoarele ecuații:

$$y = y^n + (\pi - \pi^e) + u$$

$$U^s = -\left(y - y^n - k^s\right)^2 - b\pi$$

$$U^m = w - \left(y - y^n - k^m\right)^2 - b\pi$$

unde  $y$  este producția reală,  $y^n$  reprezintă nivelul potențial (de *trend*) al lui  $y$ ,  $\pi$  este rata inflației (cu  $\pi^e$  rata anticipată), iar  $u$  este un șoc cu media 0 și necorelat în serie. Prima ecuație descrie comportamentul ofertei agregate într-o perspectivă Lucas (1972, 1973), unde surprizele inflaționiste, prin reducerea salariului real (acesta este presupus a fi fost stabilit în termeni nominali *ex ante*, date fiind anticipațiile inflaționiste), provoacă o creștere pe termen scurt a nivelelor ocupării și producției.

A doua relație ilustrează funcția de utilitate la nivel social, unde fluctuațiile în jurul *trend*-urilor sunt costisitoare atât în ceea ce privește producția reală cât și inflația (ținta de producție din punct de vedere social este  $y^n + k^s$ , unde  $k^s$  reprezintă o constantă pozitivă menită să reflecte nivelul suboptimal – prea redus din punct de vedere social – al  $y^n$  ca efect al distorsiunilor pe piețele factorilor; la rândul său, rata inflației preferată social este presupusă a fi 0). Parametrul  $b$  încorporează aici importanța relativă acordată pierderilor ce provin din variabilitatea ratei inflației în comparație cu cele ocazionate de fluctuațiile producției reale în jurul nivelului său natural. În fine, cea de-a treia ecuație descrie funcția-obiectiv a băncii centrale, unde  $w$  reprezintă remunerația aferentă autorității monetare; configurația acestei relații permite băncii centrale să aibă obiective eventual diferite de cele optime din punct de vedere social ( $k^m \neq k^s$ ).

Soluția optimă intervine în condițiile în care banca centrală este capabilă să se angajeze în respectarea politicii monetare optime *ex ante*, ea împărtășind aceleași preferințe ca și ansamblul societății. În acest caz,  $k^m = k^s = k$ , iar angajamentul băncii centrale va consta în abținerea de la crearea de surprize inflaționiste (deși  $k > 0$ , ea se va comporta ca și când  $k = 0$ ). Astfel, soluțiile optime din punct de vedere social sunt:

$$\pi = -\frac{1}{1+b}u, \pi^e = 0,$$

$$y = y^n + \frac{b}{1+b}u, y^e = y^n.$$

În aceste condiții înclinația către inflație a băncii centrale nu există, autoritatea monetară fiind credibilă în renunțarea la încercările de sporire artificială a nivelului producției reale. Deși valoarea medie a inflației efective este nulă pe ansamblul intervalului luat în atenție, modificarea momentană a valorilor acesteia permite băncii centrale stabilizarea optimă din punct de vedere social a producției reale ca răspuns la șocul  $u$ .

Prin contrast, cazul discreționismului total presupune (în absența unei tehnologii de angajare, *commitment technology*) ca autoritatea monetară să aleagă  $\pi$  (luând  $\pi^e$  ca dată) în scopul maximizării  $U^m$ . În prezența anticipațiilor raționale, aceasta conduce la:

$$\pi = \left( \frac{1}{1+b} \right) (\pi^e + k^m - u), \pi^e = \frac{k^m}{b}$$

și implică soluțiile:

$$\pi = \frac{k^m}{b} - \frac{1}{1+b}u,$$

$$y = y^n + \frac{b}{1+b}u.$$

Înclinația spre inflație (care este constantă și nu depinde de șocul  $u$ ) corespunde aici unei inflații medii pozitive, nivelul producției reale rămânând nemodificat față de situația angajării credibile, această din urmă strategie dominând în mod evident echilibrul discreționist. Cu toate acestea, alegerea unei politici monetare inflaționiste reprezintă în condițiile discreționismului o strategie dominantă pentru banca centrală, motivațiile autorității monetare (în sensul exploatării sistematice a rigidităților nominale și a anticipațiilor considerate exogene la nivelul fiecărei perioade în parte) fiind încorporate în anticipațiile inflaționiste ale agenților economici (Cukierman, 1992, p. 31). Existența înclinației spre inflație ilustrează faptul că, la rate scăzute ale inflației anticipate, beneficiul marginal (în termenii sporirii nivelului de ocupare) obținabil prin generarea unei surprize inflaționiste este superior costului marginal asociat respectivei inovații inflaționiste (Walsh, 1995a). Este interesantă corelația existentă între dimensiunea înclinației spre inflație a băncii centrale și dimensiunea țintei  $k^m$ , respectiv  $k^s$ , în condițiile în care banca centrală este incapabilă să-și atingă obiectivele propuse în plan real.

O primă categorie de soluții propuse pentru contracararea pe cale motivațională a inconsistenței dinamice în politica monetară și reducerea pe această cale a înclinației către inflație manifestate de către banca centrală se referă la delegarea formulării și implementării politicii monetare la nivelul unei bănci centrale conduse de un guvernator "conservator", definit drept un individ cu aversiune inflaționistă superioară celei sociale (Rogoff, 1985). Efectul unei asemenea divergențe de preferințe este o reducere netă a înclinației către inflație (însă nu eliminarea completă a acesteia, deoarece  $k^m/b$  tinde asimptotic către 0 când  $b \rightarrow \infty$ ), indusă cu prețul unei stabilizări suboptimale a nivelului producției reale ca răspuns la șocurile ce intervin în oferta agregată (Rogoff, 1985; Waller, 1995; Walsh, 1995a, b; Svensson, 1995b), deoarece o valoare mai mare a lui  $b$  implică o variabilitate superioară la nivelul lui  $y$ .<sup>3</sup>

Soluția Rogoff suferă de o inconsistență importantă: pe de o parte, este rațional din punctul de vedere al motivațiilor autorității monetare ca politica monetară să fie supusă teoretic unui proces de delegări succesive către indivizi cu preferințe conservatoare crescânde (aceasta determinând reduceri progresive ale înclinației către inflație a băncii centrale), indiferent de magnitudinea efectelor reale pe termen scurt ale politicii monetare (Walsh, 1995b, p. 242). Pe de altă parte, existența unei aversiuni exagerate față de inflație este considerată a fi suboptimală din însuși punctul de vedere al menținerii flexibilității necesare în stabilizarea producției reale: deși nivelul optim al lui  $b$  este superior preferinței sociale analoage, există posibilitatea unei aversiuni exagerate față de inflație din partea băncii centrale (Fischer, 1995, p. 37). În plus, țintele joacă preponderent rolul unor mecanisme de disciplinare a politicii monetare, fiind rareori optimă atingerea lor cu precizie (Rogoff, 1985).

---

<sup>3</sup> Acest fapt este ușor vizibil dacă observăm că  $\text{var}(y) = [b/(1+b)]^2 \text{var}(u)$ , iar  $d[b/(1+b)]/db > 0, \forall b \in \mathfrak{R}$ . În plus,  $\lim_{b \rightarrow \infty} [b/(1+b)] = 1$ , ceea ce înseamnă că, dacă banca centrală se preocupă doar de inflație, ea renunță complet la stabilizarea producției reale în jurul tendinței, deoarece în acest caz  $\text{var}(y) = \text{var}(u)$ , fluctuațiile induse de șocuri nefiind contracarate.

Este important de subliniat faptul că analiza separată a considerentelor de credibilitate și stabilizare ale soluției de mai sus poate duce la concluzii eronate (Rogoff, 1985, p. 220), în condițiile în care o moderare a aversiunii față de inflație a băncii centrale poate avea efecte pozitive în planul stabilizării nivelului activității economice, însă contrazice însăși rațiunea reputațională a numirii unor decidenți conservatori în fruntea băncii centrale. Existența acestei relații inverse dintre credibilitate și flexibilitate stă la baza caracterului suboptimal al soluției Rogoff, explicația eșecului său în atingerea optimului de gradul al doilea rezidând în menținerea unor distorsiuni motivaționale subiacente la nivelul băncii centrale (exprimate prin însăși devierea de la preferințele societății)<sup>4</sup>. Ea este însă o caracteristică a abordării corecției motivaționale și nu o trăsătură inerentă modelului (Walsh, 1995a).

O altă caracteristică dezavantajoasă a soluției Rogoff se concretizează în lipsa unei rezolvări instituționale a problemei inconsistenței dinamice în politica monetară: în condițiile în care reducerea înclinației către inflație a băncii centrale este dependentă de conservatorismul bancherilor centrali (deci de identitatea acestora), credibilitatea politicii monetare este grevată de incertitudinea legată de mobilitatea (*turnover*) a decidenților de politică monetară, unica soluție fiind asigurarea unei independențe complete față de acțiunile guvernului (atât din punctul de vedere al obiectivelor – *goal independence* - cât și al instrumentelor politicii monetare – *instrument independence*, Fischer, 1995), ceea ce are avantaje certe în plan nominal, însă tinde să stimuleze rigiditatea politicii monetare față de fluctuațiile pe termen scurt ale producției reale. Cu toate acestea, opinia cvasiconsensuală ce se desprinde din literatură este aceea a dezirabilității unei independențe cenzurate, unde inversarea deciziilor de politică monetară de către guvern să fie posibilă ca excepție, atașată însă unui cost care să determine utilizarea sa numai în cazul necesității stabilizării unor șocuri de mari dimensiuni ce intervin de partea ofertei agregate (Lohmann, 1992). Aceasta este contrastată însă de studiile empirice mai recente care nu găsesc o corelație pozitivă între variabilitatea producției și gradul de independență al autorității monetare (Alesina și Summers, 1993; Alesina și Gatti, 1995).

În comparație cu soluția Rogoff, țintirea strictă a inflației apare ca strategie dominantă atunci când frecvența șocurilor negative asupra ofertei agregate este scăzută, deoarece reducerea ratei medii a inflației nu presupune grevarea corespunzătoare a flexibilității în stabilizarea producției reale în jurul *trend*-ului (Rogoff, 1985, p. 214)<sup>5</sup>. Problema credibilității care survine atunci când ținta trebuie revăzută sau sacrificată temporar pentru stabilizarea nivelului activității

---

<sup>4</sup> Dacă inconsistența dinamică a băncii centrale are la bază dorința atingerii unei ținte prea ambițioase în plan real, atunci optimul necondiționat intervine în condițiile eliminării distorsiunilor ce fac nivelul natural al producției prea scăzut din punct de vedere social (eliminarea ce presupune alte acțiuni decât cele de politică monetară). În lipsa acestei posibilități, etalonul devine cel al optimului de grad II (second best) prezentat de echilibrul indus prin acțiunile băncii centrale în condițiile angajamentului său credibil față de politica optimă *ex ante*. În comparație cu situația aferentă discreționismului (optim de gradul IV), aplicarea soluției Rogoff permite atingerea unei situații intermediare (optim de grad III), care poate fi ameliorată prin recurgerea la țintirea inflației (Svensson, 1995b, p.1).

<sup>5</sup> Rogoff însuși subliniază faptul că incapacitatea politicii monetare de a ridica pe termen lung nivelul ocupării nu presupune lipsa de abilitate a acesteia în privința stabilizării inflației și nivelului real al producției în jurul mediilor lor determinate de piață (1985, p. 203).

economice poate fi moderată prin configurarea explicită a unor intervale de țintire și /sau prin formularea transparentă de clauze eşapatorii (aici incluzându-se eliminarea din indicii de preț utilizați în specificarea țintelor a componentelor sensibile la efectele acestor șocuri). De asemenea, existența unor penalități condiționate de rata efectivă a inflației (ingrediente importante în abordarea lui Walsh) poate fi utilă pentru reducerea ratei consistente intertemporal a inflației, fără a se induce modificări în stabilizarea producției în comparație cu optimul secundar (Rogoff, 1985, p. 214). Ca și în cazul transparenței presupuse de țintirea inflației, importanța elementelor reputaționale este substanțială<sup>6</sup> (în special atunci când există incertitudine cu privire la conservatorismul bancherului central, iar posibilitatea mimării inițiale a unei aversiuni mari față de inflație, prin provocarea unei recesiuni la începutul mandatului, pentru ca ulterior să se recurgă la surprize inflaționiste poate imprima fluctuații ciclice suplimentare în economia reală – Cukierman, 1992), ea reclamând justificarea publică a devierilor de la țintele prestabilite (Rogoff, 1985, p. 213).

Avantajul țintirii inflației este că aceasta poate fi definită ca încorporând un obiectiv explicit în privința ratei inflației, alături de o țintă implicită în privința nivelului ocupării, ultima implicând existența unei preferințe relative (implicit inferioare celei pentru inflație joasă) pentru stabilizarea nivelului activității economice (Svensson, 1996a, p. 3). Este discutabilă convergența preferințelor implicite în formularea țintelor inflaționiste (și, prin utilizarea intervalelor de țintire, a celor de producție reală) față de cele ale societății<sup>7</sup>, însă – prin absența unor ținte reale superioare nivelului natural al producției (țintele inflaționiste limitându-se la moderarea fluctuațiilor acesteia în jurul tendinței) – este certă diminuarea rolului surselor de inconsistență dinamică în politica monetară.

Cu toate că ținta inflaționistă optimă este superioară soluției Rogoff, conservatorismul băncii centrale reprezintă un ingredient necesar în implementarea acestei ținte, în sensul existenței unei asimetrii între preferința relativă pentru asigurarea unor rate ale inflației scăzute și stabile și cea pentru stabilizarea nivelului producției reale. De asemenea, cum credibilitatea sporită care decurge din independența funcțională a băncii centrale este o precondiție a țintirii cu succes a ratei inflației, merită reținut faptul că soluția Rogoff poate fi extinsă și în privința duratei optime a mandatului bancherului central, configurată astfel încât eforturile de atingere a țintelor în perioada premergătoare reconfirmării în funcție să nu genereze fluctuații suplimentare în economie, evitându-se și suprapunerea cu ciclul politic de afaceri (*political business cycle*) (Waller și Walsh, 1996).

---

<sup>6</sup> Importanța reputației este cu atât mai mare cu cât soluția numirii unui bancher central conservator nu rezolvă, ci moderează distorsiunile motivaționale care stau la baza inconsistenței dinamice; pe de altă parte, aspectele reputaționale pot fi involuntar consolidate de captura regulatorie la care sunt de regulă supuse băncile centrale în raport cu sectorul financiar inerent mai conservator față de restul societății (Posen, 1995).

<sup>7</sup> Svensson susține aprioric posibilitatea ca preferințele guvernului (considerate a fi împărtășite și de către banca centrală) să difere de cele sociale (1995b, p. 3); pe de altă parte, stabilirea transparentă a țintelor în practică tinde în mod necesar să modereze astfel de divergențe.

Această asimetrie între obiectivele în plan nominal și real ale politicii monetare caracterizează și contractele compatibile motivațional (*incentive-compatible contracts*) optime, care – ca și țintele inflaționiste – domină soluția Rogoff. Spre deosebire de abordarea anterioară, delegarea politicii monetare în condițiile unui contract compatibil motivațional are în vedere crearea de stimulente pentru ca acțiunile de politică monetară să fie consistente dinamic, indiferent de preferințele decidenților în materie (Walsh, 1995a, b; Waller, 1995). În modelul anterior, punând  $w = s - \lambda\pi$ , unde  $s$  poate reprezenta remunerația bancherului central sau, într-o perspectivă mai amplă, bugetul aferent băncii centrale, supusă penalizărilor conform dimensiunii parametrului  $\lambda$  în cazul producerii unei inflații superioare țintei (dacă este țintită o rată a inflației nenulă  $\pi^c$ , Svensson (1995b) propune un contract de forma  $w = s + 2b\pi^c\pi - b(\pi^c)^2$ , și acordând independență instrumentală băncii centrale (aceasta trebuind să se conformeze contractului, fără a ține seama în deciziile sale de preferințele societății), autoritatea monetară va alege acel  $\pi$  care maximizează  $U^m = s - \lambda\pi - (y - y^n - k^m)^2 - b\pi^2$ . Soluțiile de echilibru în condițiile anticipațiilor raționale sunt în acest caz:<sup>8</sup>

$$\pi = \frac{k^m - \lambda}{b} - \frac{1}{1+b}u,$$

$$y = y^n + \frac{b}{1+b}u.$$

Alegând factorul de penalizare<sup>9</sup>  $\lambda = k^m$ , înclinația către crearea de surprize inflaționiste este complet eliminată, costul marginal al inovațiilor inflaționiste fiind egal cu beneficiul marginal indus de acestea (Persson și Tabellini, 1993, p. 288). În lipsa motivațiilor pentru implementarea unei politici monetare inconsistente dinamic, aplicarea unui contract compatibil motivațional conduce la obținerea rezultatelor conforme angajării credibile în respectarea politicii optime *ex ante*, respectiv celor aferente optimului de grad II. În particular, discreționismul băncii centrale în implementarea politicii monetare conforme contractului permite stabilizarea eficientă a producției reale.

Avantajul contractului inflaționist liniar (Svensson, 1995b) este că implementarea sa este independentă atât de existența asimetriei informaționale (informația privată de care dispune banca centrală devenind irelevantă), cât și de efortul depus de către decidenți în aplicarea politicii monetare, monitorizarea performanțelor în raport cu obligațiile contractuale (respectiv cu

<sup>8</sup> În condițiile contractului propus de Svensson (1995b),  $U^m = s - (y - y^n - k^m)^2 - b(\pi - \pi^c)^2$ , care echivalează funcția de utilitate socială (daca  $k^m = k^s$ ), însă cu o țintă inflaționistă pozitivă. Eliminarea înclinației către inflație reclamă în acest caz  $\pi^c = -k^m/b$ , respectiv dimensionarea țintei pentru creșterea optimă a costului marginal al inflației neanticipate.

<sup>9</sup> Penalitățile nu trebuie să îmbrace doar forma unei grevări a veniturilor de care dispune banca centrală: Walsh (1995a) arată că demiterea guvernatorului în cazul eșecului atingerii țintelor inflaționiste stabilite poate juca un rol echivalent. O literatură abundentă consideră că înseși pierderile reputaționale suferite de către decidenții în materie de politică monetară în cazul nerespectării obiectivelor stabilite transparent *ex ante* sunt echivalente penalităților "salariale" luate explicit în considerare în cadrul contractului compatibil motivațional (Fischer, 1995; McCallum, 1996a; etc.). Una din variantele propuse pentru aplicarea penalităților "salariale" ia forma fixării în termeni nominali a bugetului autorității monetare pe durata contractului de delegare (Fischer, 1995, p. 42). Datorită impactului relativ scăzut al surprizelor inflaționiste asupra valorii reale a bugetului, este însă improbabil ca această soluție să prevină inconsistența dinamică a politicii monetare.

țintă inflaționistă) fiind făcută doar în raport cu variabilele monetare observabile în mod public (Walsh, 1995a, p. 153). Aceasta echivalează cu reducerea complexității contractului, rolul condiționării de stare (*state-contingency*) dispărând în contextul static și fiind sensibil redus în cel dinamic. Un alt avantaj important al formulării de penalități dependente liniar de rata realizată a inflației este motivarea băncii centrale în stabilirea unor ținte realiste, având în vedere atât corelarea costului atașat eșecului atingerii țintei cu dimensiunea devierii *ex post* de la aceasta, cât și faptul că beneficiul generării de inflație neanticipată scade (neliniar) la rate mai mari ale inflației țintite (Persson și Tabellini, 1993, p.293).

Similitudinile dintre abordarea contractuală asupra reconfigurării motivațiilor băncii centrale și țintirea inflației sunt multiple, țintele inflaționiste fiind în primul rând o modalitate concretă de implementare a acestei categorii de contracte, datorită adresării directe a distorsiunilor motivaționale concretizate la nivelul autorității monetare în înclinația către inflație. Analogia dintre cele două tipuri de instrumente derivă din condiționarea penalizărilor prevăzute de contracte în raport cu rata realizată a inflației (Persson și Tabellini, 1993, p. 291). În al doilea rând, în condițiile absenței fluctuațiilor persistente, echivalența celor două modalități este completă (Svensson, 1995b). Într-o a treia perspectivă, redactarea contractelor compatibile motivațional se poate face în termenii obiectivului final (rata inflației) sau din perspectiva țintelor intermediare, respectiv a instrumentului aflat la dispoziția băncii centrale (acesta se referă cel mai frecvent la un agregat monetar); redactarea sa în termenii țintirii inflației are avantajul de a fi mai directă, iar monitorizarea performanțelor în raport cu ținta și aplicarea eventualelor penalități se simplifică (de exemplu, problema accesului la informațiile private privind șocurile asupra vitezei de circulație monetară devine redundantă în cazul țintirii directe a ratei inflației) (Persson și Tabellini, 1993). În acest sens, explicația preferinței "istorice" în unele țări pentru țintirea agregatelor monetare constă de cele mai multe ori în lipsa unor tehnologii de angajare (*commitment technologies*) corespunzătoare (*idem*, pp. 292; 303-4) sau în transparența sporită a utilizării cutumiare a acestora). Impunerea transparenței și răspunderii (*accountability*) în politica monetară prin configurarea unor penalități clare în cazul eșecului atingerii țintelor servește consolidării avantajelor țintirii directe a inflației, dacă angajamentul în acest sens al băncii centrale capătă o natură contractuală.

O diferență semnificativă între formularea optimă a contractului de delegare și țintirea inflației o reprezintă necesitatea includerii explicite în contract a criteriilor de performanță în raport cu variabilitatea producției reale, țintirea strictă a inflației fiind acuzată de determinarea unei politici monetare suboptimale prin ignorarea completă a dezvoltărilor din sectorul real (Walsh, 1995a, pp. 159-160). Acest dezavantaj dispăre însă în cazul țintelor inflaționiste flexibile, ele acordând (prin însăși formularea de intervale de țintire și clauze eșapatorii) o importanță implicită asigurării stabilității nivelului de activitate economică. De asemenea, diferența între discreționismul optim practicat de către banca centrală în condițiile corectării pe cale contractuală a distorsiunilor sale motivaționale și restrângerea gradelor de libertate ale autorității monetare în condițiile funcționării țintelor inflaționiste este invocată drept dezavantaj al celor din urmă; dacă însă considerăm

țintele inflaționiste nu drept reguli stricte de politică monetară, ci mai degrabă modalități de configurare și traducere în fapt a politicii monetare în condiții de discreționism constrâns (Bernanke și Mishkin, 1996), acesta apare drept un argument pentru asigurarea consistenței pe termen lung a acțiunilor de politică monetară (precum și a credibilității sporite a unui mediu cu inflație joasă și stabilă) în condițiile în care traducerea în fapt a contractului optim poate ridica probleme instituționale severe.

Merită remarcat în acest sens faptul că implementarea contractului compatibil motivațional ca soluție de tip titular-agent (*principal-agent*) la problema inconsistenței dinamice presupune coerciția din partea guvernului în aplicarea penalităților aferente devierii de la țintă a politicii monetare. Aceasta pune însă problema divergenței obiectivelor guvernului față de cele ale societății (exprimată prin inconsistența intertemporală a obiectivelor la nivelul executivului), contractul reușind doar să deplaseze sursa inconsistenței dinamice de la banca centrală către guvern (McCallum, 1995, 1996b)<sup>10</sup>. O rezolvare potențială a acestei probleme o constituie, alături de consolidarea independenței băncii centrale, sporirea costurilor de încălcare (sau lipsa de coerciție) a contractului fie prin instituționalizarea acestuia, fie prin anunțarea transparentă a structurii contractuale, pierderile potențiale în planurile reputațional și al credibilității determinând conformitatea guvernului (sau legislativului) cu condițiile stabilite (Waller, 1995, p. 11).

O dimensiune analoagă a problemei anterioare o constituie relația inversă între problemele informaționale ridicate de specificarea pe cale legislativă a contractului cu banca centrală în comparație cu administrarea acestui contract prin intermediul țintelor formulate de către guvern (sau de către guvern și banca centrală) unde, deși aspectele de asimetrie informațională își reduc importanța, intervin distorsiunile motivaționale potențiale generate de preferințele neconcordante social ale guvernului (Persson și Tabellini, 1993, p. 300).

Analogia regimului țintelor inflaționiste cu abordarea contractuală este însă diluată în condițiile în care șocurile ce intervin la nivelul ofertei agregate au efecte persistente. În acest caz, atât țintele constante, cât și formularea uzuală a contractelor inflaționiste liniare produc efecte suboptimale, atât din punctul de vedere al eliminării incomplete a înclinației spre inflație a băncii centrale<sup>11</sup>, cât și din cel al variabilității inflației (datorită persistenței intertemporale a efectelor șocurilor, răspunsul inflației și, în consecință, volatilitatea acesteia sunt mai mari decât în context static – Svensson, 1995b, p. 16). Deși este posibilă formularea unor contracte complicate care să includă răspunsurile la situații contingente (implementarea acestora fiind însă problematică), atingerea optimului secundar este realizabilă și prin combinarea unei ținte inflaționiste condiționate de stare cu delegarea politicii monetare la nivelul unei autorități monetare mai

---

<sup>10</sup> Merită subliniat faptul că, datorită existenței contractului, banca centrală poate avea un comportament discreționist fără riscul inconsistenței dinamice; aceasta se menține însă la nivelul guvernului, de unde și nevoia instituirii unor costuri ale renegării contractului de delegare a politicii monetare (Fischer, 1995).

<sup>11</sup> În condițiile persistenței, înclinația către inflație a băncii centrale nu mai este constantă, ci depinde de nivelul din perioada anterioară al producției reale; astfel, contractul liniar constant și ținta constantă reușesc eliminarea înclinației medii către generarea de inflație neanticipată, nu însă și contracararea componentei condiționate de starea acesteia (Svensson, 1995b, p. 20).



preocupate de stabilizarea inflației în comparație cu preferințele sociale (în speță cu o bancă centrală conservatoare în sensul lui Rogoff) (Svensson, 1995b, pp. 5; 24-26).

## 2. Țintirea inflației în raport cu țintirea unor obiective alternative

Configurarea și aplicarea politicii monetare în direcția atingerii obiectivului stabilității prețurilor agregate nu presupun, desigur, țintirea inflației ca unică soluție. Țintele pot fi formulate alternativ în termenii venitului nominal, ai nivelului prețurilor sau ai definirii unei funcții de reacție optimizate la nivelul băncii centrale (clasa regulilor Taylor, în care instrumentele de politică monetară sunt configurate în vederea stabilizării evoluțiilor atât pe plan nominal cât și real), această secțiune propunându-și compararea țintirii inflației cu alte tipuri de reguli articulate din perspectiva țintelor politicii monetare (*target rules*).

Formularea unei ținte în termenii venitului nominal (acesta îmbrăcând cel mai adesea forma PIB) presupune țintirea simultană (sub forma nivelului sau a ratelor de creștere) a nivelului prețurilor și producției reale (raportată la nivelul său potențial), fără însă ca decelarea contribuției dinamicii variabilelor nominală și reală la evoluția venitului nominal să fie realizată în termeni expliciți<sup>12</sup>. În comparație cu țintirea directă a inflației sau nivelului agregat al prețurilor, avantajele țintirii venitului nominal sunt considerate a consta în surmontarea efectelor decalate ale politicii monetare asupra prețurilor agregate (considerându-se că efectele reale ale politicii monetare se manifestă în general cu mai multă promptitudine în comparație cu cele nominale), stabilitatea pe termen lung a ratei de creștere a PIB nominal necesară atingerii unei rate dorite a inflației, precum și în existența unor proprietăți de stabilizare automată în raport cu șocurile ce intervin de partea cererii (ca și față de șocurile pozitive în oferta agregată) (McCallum, 1989, p. 5-8; Hall și Mankiw, 1994, p. 74). În plus, țintirea venitului nominal este robustă la o clasă largă de modele cu surse variate de non-neutralitate monetară<sup>13</sup>, apartenența acestei strategii la grupul mai larg al țintelor de preț elastice<sup>14</sup> conferindu-i avantajul de a permite o mai bună stabilizare a producției reale (prin acomodarea parțială a șocurilor) în comparație cu țintele inflaționiste sau de preț stricte (în cazul modelelor caracterizate prin flexibilitatea deplină a prețurilor, țintirea PIB

<sup>12</sup> Această caracteristică este invocată frecvent drept unul din avantajele țintirii PIB nominal (McCallum, 1989; Hall și Mankiw, 1994). Ea este însă la fel de frecvent contestată (Ball, 1997; Svensson, 1997).

<sup>13</sup> Rezultate sugestive în acest sens au fost obținute în cadrul mai multor studii. Astfel, McCallum (1989) testează țintirea PIB nominal (instrumentul fiind baza monetară, iar regula utilizată încorporând și corecția modificărilor vitezei de circulație monetară din anii precedenți) în contextul a patru modele econometrice de persuasiuni diferite specificate la nivel trimestrial (VAR, un model al ciclului real de afaceri, unul al confuziilor real-nominal – de tip Lucas-Barro – și unul bazat pe curba Phillips), obținând rezultate satisfăcătoare în majoritatea acestora (rezultate similare se obțin și pentru simulările funcționării unei ținte inflaționiste, nu însă și în cazul țintirii stricte a nivelului agregat al prețurilor). Dueker (1993) reia experimentul anterior în contextul unor modele cu coeficienți variabili (meniți a reflecta atât incertitudinile inerente în aplicarea regulilor de politică monetară, cât și impactul rupturilor structurale), unde rezultatele obținute sunt mai slabe, ele ameliorându-se prin trecerea de la țintirea strictă a PIB nominal la o țintire mai relaxată, de tipul discreționismului controlat (p. 15). În fine, Hall și Mankiw (1994) întreprind simulări pentru economia SUA, cele mai bune rezultate obținându-le țintirea nivelului PIB nominal (și, în ceea ce privește volatilitatea producției reale, țintirea hibridă).

<sup>14</sup> Acest tip de ținte este definit ca stabilind un obiectiv fundamental (cuantificat) în privința prețurilor agregate sau a ratei inflației, fiind însă permisă devierea de la acesta în măsura în care rata șomajului se îndepărtează de la nivelul său natural (Hall și Mankiw, 1994, p. 74).

nominal este indirect echivalentă țintirii nivelului prețurilor sau ratei inflației prin determinarea evoluțiilor în plan nominal în funcție de raportul dintre ținta de venit nominal aleasă și nivelul de echilibru al producției reale)(Hall și Mankiw, 1994).

Forma pe care o îmbracă țintele de venit nominal depinde de structura modelului subiacent, precum și de configurația specifică a funcției de pierdere a băncii centrale (presupusă a o reflecta fidel pe cea analoagă la nivel social), specificarea țintei ca nivel al PIB nominal fiind preferată atunci când costurile în plan real sunt proporționale cu devierea producției reale de la nivelul său potențial. În situația în care este importantă nu dimensiunea decalajului, ci volatilitatea nivelului producției în termeni reali (care poate induce costuri ale ajustării la diverse nivele ale activității economice), formularea țintei are în vedere dinamica PIB nominal, în sensul ratelor sale de creștere; în acest din urmă caz este posibilă și o formulă hibridă de țintire a venitului nominal, în care încercările de menținere a ratei de creștere la nivelul unei ținte constante să fie corectate proporțional cu decalajul dintre nivelul efectiv al producției reale și cel de echilibru pe termen lung (*idem*, p. 77).

O idee interesantă avansată în legătură cu țintirea PIB nominal (și care are o deosebită aplicabilitate în cazul țintirii inflației) este cea a utilizării drept variabilă de control (respectiv țintă intermediară) a prognozelor cu privire la venitul nominal, dată fiind modificarea rapidă a acestora prin încorporarea noilor informații referitoare la politica monetară în comparație cu *lag*-ul de control substanțial asociat celor mai multe instrumente. Astfel, țintirea prognozei consensuale exogene se constituie într-un mecanism de disciplinare și orientare a politicii monetare, atitudinea acesteia fiind determinată prin raport cu dinamica prognozei (politica monetară fiind considerată prea expansionistă când prognoza venitului nominal aferentă orizontului *lag*-ului de control depășește ținta stabilită la nivelul aceleiași perioade), iar rolul intervalelor de țintire reducându-se (Hall și Mankiw, 1994, p. 78).

Rezultatele favorabile pe care țintirea venitului nominal le oferă pe termen scurt (prin perspectiva simulărilor)<sup>15</sup> sunt însă grevate de unele insuficiențe structurale ale acestei strategii. O primă limitare o constituie caracterul constant al ratei marginale de substituție dintre nivelul prețurilor și cel al producției reale (sau dintre rata inflației și creșterea PIB real) pe care o implică țintirea PIB nominal (producția reală va scădea, de exemplu, cu 1 la sută pentru fiecare procent al excesului față de țintă al nivelului prețurilor) (Svensson, 1997, pp. 21; 26). În aceste condiții, imposibilitatea separării variabilelor nominală și reală face ca funcția de pierdere a băncii centrale să fie specificată din punctul de vedere al venitului nominal (fiind, în consecință, sensibilă și la covarianța celor două componente ale acestuia, nu numai la dispersiile lor), în timp ce țintirea inflației, a nivelului prețurilor sau utilizarea unei reguli de tip Taylor implică specificarea funcției de

---

<sup>15</sup> Cecchetti (1995a), evaluând succesul țintirii inflației în comparație cu cel aferent venitului nominal în minimizarea volatilității variabilelor obiectiv (măsurată prin rădăcina erorii medii pătratice, *root mean square error*), ca răspuns la diverse tipuri de șocuri într-o VAR) afirmă că includerea explicită a unei ținte formulate în termenii producției reale are efecte neglijabile asupra variabilității inflației (aceasta crescând totuși cu 21,1 la sută), dar se dovedește a fi o strategie mai eficientă în prezența șocurilor reale (în acest din urmă caz, RMSE a inflației scăzând cu 59,3 la sută în comparație cu cifra aferentă țintirii inflației).

pierdere în mod distinct în raport cu cele două variabile. Aceasta generează inconsistența politicii monetare orientate către țintirea venitului nominal în cazul apariției unor șocuri negative la nivelul ofertei agregate (care, prin efectul lor stagflaționist, imprimă dinamici contrare producției reale și nivelului prețurilor).

Superioritatea pe termen scurt a țintirii venitului nominal față de țintirea strictă a inflației (sau eficiența lor echivalentă în cazul utilizării unor ținte inflaționiste flexibile, presupunând ajustarea graduală) este anulată pe termen lung de imposibilitatea predicției la acest orizont a nivelului prețurilor agregate, datorită caracterului nestaționar al proceselor ce descriu evoluțiile variabilelor nominale și reale. Pentru descrierea acestui aspect vom reproduce modelul propus de Ball (1997) și Svensson (1997), analog celui utilizat anterior, însă care include o curbă Phillips dinamică (accleraționistă) în scopul reflectării persistenței fluctuațiilor. El este descris prin ecuațiile:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_y y_t + u_{t+1}$$

$$y_{t+1} = \beta_y y_t - \beta_x (i_t - \pi_t) + \eta_{t+1}$$

unde  $i_t$  reprezintă nivelul dobânzii nominale pe termen scurt (rata repo). Țintirea ratei de creștere a PIB nominal va fi scrisă  $g_t = \pi_t + y_t - y_{t-1}$ , având în vedere că, în expresie logaritmică,  $Y_t = p_t + y_t$ , unde  $Y_t$  reprezintă logaritmul nivelului nominal al PIB (ca decalaj în raport cu nivelul său potențial),  $p_t$  este logaritmul nivelului prețurilor,  $y_t$  este logaritmul nivelului producției reale (din nou, ca decalaj față de nivelul său de echilibru pe termen lung), iar  $\pi_t = p_t - p_{t-1}$  reprezintă rata inflației (dacă se are în vedere o țintă inflaționistă nenulă, rata inflației este interpretabilă drept devierea de la ținta respectivă). În cazul țintirii unei rate de creștere  $g^*$ , funcția de pierdere a băncii centrale pentru perioada  $t$  ia forma:

$$L(\pi_t, y_t, y_{t-1}) = \frac{1}{2} (\pi_t + y_t - y_{t-1} - g^*)^2$$

iar minimizarea sa presupune condiția de ordinul I (cu nivelul actual al producției și inflația anticipată în perioada următoare predeterminate, datorită lag-ului de două perioade cu care politica monetară afectează inflația):

$$\pi_{t+1|t} + y_{t+1|t} - y_t - g^* = 0.$$

Svensson (1997, p. 19) arată că restricția anterioară poate fi rescrisă ca:

$$y_{t+1|t} = -(\pi_{t+1|t} - g^*) + y_t = -(\pi_t - g^*) + (1 - \alpha_y) y_t,$$

deoarece  $\pi_{t+1|t} = E[\pi_t + \alpha_y y_t + u_{t+1}] = \pi_t + \alpha_y y_t$ . Ținând cont de ecuațiile de origine și de condiția anterioară, putem scrie sistemul în forma matricială:

$$\begin{bmatrix} \pi_{t+1} - g^* \\ Y_{t+1} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & \alpha_y \\ -1 & 1 - \alpha_y \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \pi_t - g^* \\ Y_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_{t+1} \\ \eta_{t+1} \end{bmatrix}.$$

Valorile proprii ale sistemului de mai sus sunt rădăcinile ecuației caracteristice:

$$\begin{vmatrix} \mu - 1 & -\alpha_y \\ 1 & \mu - 1 + \alpha_y \end{vmatrix} = \mu^2 - (2 - \alpha_y)\mu + 1 = 0,$$

$$\mu_{1,2} = 1 - \frac{\alpha_y}{2} \pm \sqrt{\alpha_y(\alpha_y - 4)}.$$

Pentru  $\alpha_y < 4$ , rădăcinile sunt complexe conjugate (ecuația acceptând rădăcini reale pentru  $\alpha_y \geq 4$ ); cum valorile probabile ale lui  $\alpha_y$  respectă prima condiție, staționaritatea variabilelor reală și nominală este puțin plauzibilă. Procesele ce descriu evoluțiile inflației și ale producției reale sunt în consecință instabile, prognozarea lor pe termen lung fiind imposibilă datorită faptului că dispersiile lor nu sunt mărginite (Ball, 1997, pp. 15-16).

Spre deosebire de rezultatul anterior, țintirea ratei inflației sau a nivelului agregat al prețurilor se traduc într-o mai mare eficiență în ceea ce privește variabilitatea componentelor venitului nominal, cu avantajul suplimentar al reflectării țintei implicite de producție reală doar în viteza de convergență în raport cu ținta nominală, nefiind nevoie ca specificarea țintei inflaționiste să conțină referiri explicite la sectorul real. Astfel, banca centrală va adopta intervale de țintire mai ample sau va opta pentru o convergență mai lentă către țintă în scopul stabilizării fluctuațiilor ce afectează producția reală, dată fiind traiectoria dezirabilă a inflației (descrisă de țintele alese) (*idem*, p. 12). Această caracteristică rezultă, folosind abordarea lui Ball (1997), dacă scriem:

$$E(\pi_{t+2}) = E(\pi_{t+1}) + \alpha_y E(Y_{t+1}),$$

iar cum *lag*-urile de control asupra variabilelor nominală și reală sunt diferite, banca centrală alege nivelul producției la momentul  $t+1$  în funcție de inflația anticipată în aceeași perioadă (considerată dată). Funcția de pierdere fiind liniar-pătratică, regula optimă de alegere a nivelului producției va fi liniară, ea luând forma:

$$E(Y_{t+1}) = -qE(\pi_{t+1}) = -q(\pi_t + \alpha_y Y_t), q > 0.$$

În consecință, vom rescrie relația pentru inflația anticipată la momentul  $t+2$  drept:

$$E(\pi_{t+2}) = (1 - \alpha_y q) E(\pi_{t+1}).$$

Având în vedere că țintirea strictă a ratei inflației presupune atingerea țintei la orizontul de control (două perioade), respectiv  $E(\pi_{t+2}) = 0$ , țintirea flexibilă substituie acest criteriu, făcând inflația

anticipată la momentul  $t+2$  o fracțiune din cea anticipată la  $t+1$ <sup>16</sup>. Viteza de ajustare către țintă variază astfel în funcție de dimensiunea coeficienților: incertitudinea asupra specificării modelului structural poate duce la scăderea lui  $q$ , respectiv la reducerea vitezei de ajustare, utilizarea țintelor inflaționiste favorizând în acest caz un răspuns mai prudent în planul politicii monetare (Ball, 1997, p. 16), cu toate că rata de sacrificiu ( $1/\alpha_v$ ) este invers proporțională cu viteza de ajustare (aceasta favorizând *ceteris paribus* concentrarea exclusivă asupra țintei inflaționiste).

Pe lângă dezavantajele prezentate, țintirea venitului nominal apare drept inferioară țintirii directe a ratei inflației din perspectiva a două criterii suplimentare: cel al simplității și transparenței (inclus de Hall și Mankiw în criteriile de evaluare a unei strategii de politică monetară, alături de eficiență, robustețe față de structura modelelor utilizate, flexibilitate și asigurarea controlabilității, respectiv a răspunderii băncii centrale față de aplicarea regulii) și cel al limitelor de performanță (*performance bounds*, respectiv al câștigurilor de eficiență maxime obținabile presupunând existența controlului perfect al băncii centrale asupra instrumentelor de politică monetară, invarianța modelului față de critica Lucas, precum și posibilitatea de implementare întocmai a regulii - Feldstein și Stock, 1994, p. 38), care infirmă dominația țintirii PIB nominal asupra recurgerii la țintele inflaționiste în conceperea și aplicarea politicii monetare.

Compararea țintirii inflației cu țintirea nivelului agregat al prețurilor are în vedere consecințele diferite pe termen scurt și lung ale celor două tipuri de strategii de ordin nominal în ceea ce privește variabilitatea prețurilor. Astfel, țintirea inflației se asociază cu modificări ale prețurilor agregate mai predictibile pe termen scurt, consecința acomodării efectelor de prim ordin ale șocurilor asupra nivelului agregat al prețurilor<sup>17</sup> (țintirea inflației presupunând optimizarea perioadă cu perioadă, fără încercarea de corectare a eșecurilor anterioare în atingerea țintei propuse, ceea ce echivalează cu stabilizarea nivelului prețurilor în jurul unei traiectorii determinate de rezultatele politicii monetare în perioada anterioară) fiind predictibilitatea incertă pe termen lung a acestuia<sup>18</sup>, ceea ce afectează strategiile investiționale ale agenților economici (Bernanke și Mishkin, 1997, p. 3).

Pe de altă parte, țintirea nivelului agregat al prețurilor asigură stabilitatea nivelului său anticipat la orizonturi de prognoză îndelungate, cu costurile unor volatilități sporite pe termen scurt atât în ceea ce privește rata inflației, cât și producția reală (presupunând că prețurile nu sunt complet

---

<sup>16</sup> Motivația ajustării graduale către țintă a inflației anticipate se corelează cu devierile producției reale de la nivelul său potențial generate ca urmare a modificărilor operate în plan nominal prin intermediul politicii monetare; datorită specificației funcției de pierdere, costul acestor devieri este pătratic (Ball, 1997, p. 11).

<sup>17</sup> Din acest punct de vedere, țintirea inflației urmărește sterilizarea acelor șocuri care generează efecte persistente asupra ratei de modificare a nivelului agregat al prețurilor.

<sup>18</sup> Cu toate acestea, McCallum (1996a, p. 28) arată că simulările prognozei pe 20 de ani a nivelului agregat al prețurilor în SUA în cazul țintirii inflației se înscriu în limitele a  $\pm 8$  la sută față de nivelul actual al ratei inflației (această bandă corespunzând intervalului de încredere de 95 la sută).

flexibile), deoarece (cel puțin în forma sa strictă)<sup>19</sup> presupune contracararea șocurilor ce afectează prețurile agregate, indiferent de efectele tranzitorii sau persistente ale acestora.

Rezultatele evaluării comparative a celor două tipuri de strategii depind în primul rând de contextul structural al modelului avut în vedere. Astfel, prezența relației inverse dintre efectele pe termen scurt și cele pe termen lung corespunde unui cadru macroeconomic static; persistența fluctuațiilor pare să sugereze existența unor performanțe superioare obținabile prin țintirea nivelului prețurilor, deși această caracteristică este puternic dependentă de structura diferențiată a *lag*-urilor cu care politica monetară afectează variabilele reale în raport cu cele nominale<sup>20</sup>.

Astfel, Svensson (1996a, p. 3) arată că, în cazul existenței unui suport instituțional contractual al politicii monetare (în sensul endogenității funcțiilor de reacție ale băncii centrale, date fiind obiectivele mandatate, constrângerile cu care se confruntă autoritatea monetară și tehnologiile de angajare disponibile), țintirea nivelului agregat al prețurilor rezultă într-o variabilitate mai redusă pe termen scurt a ratelor inflației decât cea obținabilă prin țintirea directă a ratelor inflației, performanța acestei strategii fiind însă dependentă de specificația funcției de reacție optime a băncii centrale. În cazul țintirii nivelului prețurilor, aceasta ia forma unei reguli liniare de *feedback* pentru nivelul prețurilor în raport cu nivelul ocupării (rata inflației fiind deci corelată cu prima diferență a variabilei exogene), în timp ce, în situația utilizării țintelor inflaționiste, rata inflației depinde direct de nivelul ocupării.

Mai persuasiv pare argumentul superiorității țintirii nivelului prețurilor față de reducerea înclinației către inflație a băncii centrale, dată fiind remanența componentei discreționiste în modul de operare a politicii monetare în condițiile țintirii inflației; și în acest caz, consistența intertemporală imprimată de existența transparenței și răspunderii în politica monetară (mai ales în cazul specificării explicite a penalităților) pot modera efectele discreționare, prevenind apariția unei corelații în serie în acomodarea șocurilor ce afectează nivelul prețurilor și, în consecință, erodarea credibilității autorității monetare (de Long, 1996 descrie această situație în cazul SUA în anii '70).

Interesantă este convergența concluziilor în condițiile în care sursele persistenței fluctuațiilor sunt precizate detaliat: adăugarea (ca microfundament) a rigidității prețurilor conduce, în cazul unei rate negative a inflației anticipate (foarte probabilă în condițiile țintirii nivelului agregat al prețurilor) la sporirea salariului real, determinând o variabilitate superioară a nivelului ocupării (Svensson, 1996a, p. 17). În acest caz, acceptarea includerii unei deplasări constante a bazei va face ca soluția țintirii nivelului agregat al prețurilor să fie analoagă țintirii ratei inflației, aceasta devenind dominantă mai ales dacă autoritatea monetară nu poate decela *ex ante* cu precizie

---

<sup>19</sup> Desigur, în varianta țintirii nivelului agregat al prețurilor cu deplasarea bazei (base drift), similitudinile cu țintirea inflației sunt mai pronunțate, politica monetară urmărind contracararea selectivă a șocurilor în raport cu deplasarea prestabilită (respectiv rata implicită a inflației).

<sup>20</sup> Svensson (1997, p. 3) afirmă că o asemenea structură este confirmată de rezultatele mai multor analize bazate pe autoregresii vectoriale (VAR) în diverse economii de piață dezvoltate.

*trend*-ul său, nu poate distinge eficient între staționaritatea față de *trend* (*trend stationarity*) și cea relativă (*difference stationarity*) a variabilelor nominale relevante (McCallum, 1996a).

În al doilea rând, abordarea comparativă a țintirii nivelului agregat al prețurilor în raport cu țintirea ratei inflației este relevantă într-o perspectivă pe termen mai lung: din punctul de vedere al evoluției politicii monetare, răspunsul la reducerea stabilă a ratelor inflației (obținută prin țintirea acestora) poate fi trecerea la țintirea nivelului agregat (Taylor, 1996; Svensson, 1997), beneficiile potențiale actualizate ale instituirii unei asemenea strategii apărând drept superioare costurilor reale ale tranziției către noua regulă (Barro, 1990, p. 23)<sup>21</sup>.

Compararea țintirii inflației cu implementarea unei reguli de tip Taylor relevă similitudinile acesteia din urmă față de țintirea venitului nominal. În ambele cazuri, țintele nominale și reale sunt explicite, nivelul producției reale raportându-se la *trend*-ul nivelului potențial al activității economice; de asemenea, politica monetară este de cele mai multe ori presupusă a reacționa cu aceeași intensitate la abaterile de la țintă (sau de la echilibrul pe termen lung) ale inflației și producției în termeni reali. Regulile de tip Taylor sunt presupuse a fi într-o mai mică măsură pro-active, ele nereflectând explicit inflația anticipată, ceea ce le face similare țintirii PIB nominal în abordările de tip McCallum (1989), dar le deosebește de modalitățile mai sofisticate de utilizare a venitului nominal ca țintă intermediară (Hall și Mankiw, 1994; Feldstein și Stock, 1994). Deosebirea esențială intervine în reflectarea distinctă în cadrul regulilor Taylor a reacțiilor instrumentului monetar față de deviațiile de la echilibru ale variabilelor nominală și reală, fiind ignorată covarianța acestora.

Generalizând formulările oferite de Taylor (1992, 1996), emularea unei funcții optime de reacție a băncii centrale<sup>22</sup> capătă reprezentarea:

$$i = \pi + \rho_Y Y + \rho_\pi (\pi - \pi^*) + r_f Y = \frac{Y - Y^*}{Y^*}$$

unde  $i$  este rata nominală a dobânzii pe termen scurt (ca nivel mediu trimestrial anualizat),  $Y$  reprezintă PIB real,  $Y^*$  este *trend*-ul PIB real (astfel încât  $y$  reprezintă deviațiile procentuale ale  $Y$  în raport cu  $Y^*$ ),  $\pi$  și  $\pi^*$  reprezintă rata anualizată a inflației pe cele patru trimestre anterioare, respectiv ținta inflaționistă,  $r_f$  desemnează rata reală implicită a dobânzii, iar  $\rho_Y$  și  $\rho_\pi$  sunt ponderile ce determină intensitatea reacțiilor de politică monetară față de dezvoltările pe plan real și nominal (în formularea originală a lui Taylor,  $\rho_Y = \rho_\pi = 0,5$  dar, așa cum vom arata,  $\rho_Y + \rho_\pi = 1$

<sup>21</sup> Feldstein (1996) evaluează pierderile la nivelul SUA asociate menținerii unei rate anuale a inflației de 2 la sută la 1 la sută din PIB (ele provenind în mare parte din exacerbarea distorsiunilor fiscale); de asemenea, beneficiul actualizat (prin recursul la o rată de actualizare egală cu randamentul net în termeni reali generat de portofoliul Standard and Poor's 1970-1994), corelat pozitiv cu rata de creștere a PIB, este estimat la circa 35 la sută din nivelul actual al PIB, depășind considerabil costurile trecerii de la o rată a inflației de 2 la sută la stabilitatea nivelului prețurilor (acestea din urmă fiind estimate la circa 5 la sută din PIB).

<sup>22</sup> Meritul îndeobște subliniat al regulilor de tip Taylor este acuratețea cu care acestea descriu comportamentul recent al unor bănci centrale (în special Fed, dar și Bank of England, respectiv Bundesbank). De aici preferința în cadrul lucrării de față pentru descrierea lor drept emulații ale funcțiilor de reacție optime, această clasă de reguli fiind invocată în special în compararea măsurilor de politică monetară cu răspunsurile "ideale" în contextele date.

reprezintă un caz particular). Politica monetară va deveni astfel mai contracționistă în cazul unei creșteri peste *trend* a producției reale sau în cel al unei depășiri a nivelului țintit al inflației, relaxându-se în cazurile contrare. Cum performanțele inflaționiste anterioare sunt presupuse a determina nivelul anticipat al inflației (Taylor, 1992, p. 14)<sup>23</sup>, una din restricțiile implicite ale modelului este ca rata reală a dobânzii să fie apropiată de  $Y^*$  (modelul lui Taylor alege pentru SUA  $r_t = 2$  la sută, în timp ce  $Y^* = 2,2$  la sută).

Avantajele acestei clase de reguli se regăsesc în relativa lor simplitate, în caracterul activ pe care îl imprimă politicii monetare, precum și în configurarea explicită a determinării nivelului ratei dobânzii în funcție de deviațiile de la echilibrul pe termen lung în sectorul real. În comparație cu țintirea inflației, ele evidențiază însă două dezavantaje majore. Primul se referă la lipsa orientării pro-active a politicii monetare, anticipațiile inflaționiste provenind nu din modele structurale sau din surse exogene (previțiuni realizate în afara băncii centrale, respectiv niveluri decelabile din structura pe termen a ratelor dobânzii pe piața monetară sau din evoluția cotațiilor pe alte piețe financiare), ci din extrapolarea experiențelor inflaționiste. Cu toate că sursele persistenței inflației validează parțial o astfel de abordare, ignorarea variabilelor cu aport informațional marginal asupra evoluției viitoare a inflației este de natură să distorsioneze prognozele aferente și, pe această cale, să conducă la decizii suboptimale în politica monetară.

Un al doilea dezavantaj se referă la ponderile asignate funcției de reacție a băncii centrale. Deși nu există argumente apriorice pentru egalitatea acestora (însuși Taylor, 1992, p. 13 subliniind că, în afara non-negativității acestor coeficienți, respectiv a evitării concentrării exclusive asupra dezvoltărilor de ordin nominal, impunerea altor restricții nu este evident justificabilă), ea a fost postulată atât datorită dezideratului menționat al simplității, cât și datorită succesului empiric în descrierea funcționării politicii monetare americane. De asemenea, acest caz particular al dimensionării coeficienților sugerează prezumția funcționării unei curbe Phillips pe termen scurt.

Dincolo de optimul necondiționat al dimensionării ponderilor conform preferințelor societății (dificil de realizat prin caracterul nerelevat al acestora), reacțiile asimetrice ale autorității monetare față de dezvoltările de ordin nominal și real pot conduce la creșterea eficienței regulilor de tip Taylor, făcându-le echivalente cu țintele inflaționiste optime. Revenind la modelul utilizat pentru evaluarea eficienței țintirii PIB nominal, dacă eficiența unei reguli de politică monetară este definită drept minimizarea variațiilor inflației și producției reale în jurul tendințelor respective, iar regula decizională optimă scrisă ca regulă Taylor pentru rata reală a dobânzii ( $r$ ) are forma:

$$r = \frac{\beta_y + \alpha_y \alpha}{\beta_r} y + \frac{\alpha}{\beta_r} \pi,$$

<sup>23</sup> Această specificație este concordantă anticipațiilor raționale postulate implicit în model datorită existenței contractelor redactate în termeni nominali, ale căror renegocieri periodice se desfășoară secvențial (*overlapping wage contracts*). De asemenea, corelarea în serie a obiectivelor (conflictuale) ale politicii monetare motivează utilizarea performanțelor inflaționiste din trecut în predicția inflației viitoare (cu ignorarea fluctuațiilor atribuibile *ex post* autorităților de control) (Cukierman, 1992, p. 147).



atunci, deoarece  $q$  crește cu importanța acordată stabilizării inflației în jurul țintei (acestea fiind minimizate la  $1/\alpha_y$ ) mulțimea regulilor eficiente de politică monetară implică  $q \in [0, 1/\alpha_y]$ . Aceasta implică la rândul său  $\rho_\pi \in [0, 1/\alpha_y\beta_r]$  și respectiv  $\rho_Y \in [\beta_y/\beta_r, (\beta_y+1)/\beta_r]$ , cu  $\rho_Y = \alpha_y\rho_\pi + \beta_y/\beta_r$  (Ball, 1997, p. 7). Calibrările realizate de Ball pe exemplele SUA și Marii Britanii (și care plasează  $\rho_\pi \in (0, 2,5)$  și  $\rho_Y \in (0,8, 1,8)$ , cu  $\rho_Y = 1$  în cazul în care  $\rho_\pi = 0,5$  – *idem*, p. 9) sugerează astfel dezirabilitatea unor răspunsuri mai viguroase ale dobânzii reale în raport cu devierile de la *trend* în sectorul real în ipoteza evitării unor cicluri de afaceri cu faze pronunțate (*boom-bust cycles*), ceea ce contrazice importanța primordială acordată stabilizării în plan nominal în condițiile țintirii directe a ratei inflației. Problema dimensionării coeficienților în regulile de tip Taylor este astfel departe de a fi rezolvată, cu toate că o sursă a distorsiunilor este alegerea arbitrară a acestora.

Deși mulțimea țințelor inflaționiste eficiente (cu ajustare graduală) include submulțimea regulilor Taylor optime (Ball, 1997, p. 11), o deosebire suplimentară dintre acestea rezidă în transparența mai redusă a regulilor Taylor, ceea ce poate impieta asupra controlabilității politicii monetare, distorsionând astfel sancțiunile aferente angajamentului băncii centrale față de o politică a inflației joase și stabile.

### 3. Țintirea inflației în comparație cu utilizarea de ținte intermediare formale

Din multitudinea țințelor intermediare formale posibile (înțelese ca expresii ale unor reguli de politică monetară formulate în termenii instrumentelor acesteia, *instrument rules*)<sup>24</sup>, care includ țintirea agregatelor monetare, țintirea ratelor dobânzii și utilizarea drept țintă intermediară a cursului de schimb fix, secțiunea de față se va ocupa de evaluarea comparativă a utilizării țințelor intermediare monetare în raport cu țintirea inflației. Interesul pentru o asemenea evaluare rezidă atât în utilizarea (până în anii '80) a țintirii agregatelor monetare drept strategie principală a numeroase bănci centrale, precum și în investigarea posibilității și oportunității de recurgere la ținte intermediare în condițiile țintirii directe a ratei inflației.

Utilizarea agregatelor monetare ca ținte intermediare, asociată adesea țintirii PIB nominal (McCallum, 1989; Feldstein și Stock, 1994), presupune segmentarea politicii monetare, configurarea țintei intermediare (formulată de cele mai multe ori ca rată de creștere a agregatului monetar ales) fiind făcută în dependență de obiectivul final urmărit și în conformitate cu evoluția previzibilă a cererii de monedă. Utilizarea instrumentelor de politică monetară este astfel îndreptată către asigurarea concordanței dintre evoluția efectivă a agregatului țintit și dinamica prescrisă *ex ante* a acestuia, acțiunile de politică monetară fiind îndreptate către realizarea obiectivului *de facto* al acestei politici încorporat în ținta monetară (Friedman, 1996).

---

<sup>24</sup> Distincția între regulile formulate în termenii țințelor și cele formulate din perspectiva instrumentelor de politică monetară are în vedere în primul caz generarea de reguli endogene din punctul de vedere al instrumentelor, datorită focalizării politicii monetare asupra obiectivelor finale urmărite, spre deosebire de specificarea directă a funcției de reacție în cel de-al doilea caz; regulile formulate în termenii țințelor sunt de asemenea mai robuste la eventualele modificări structurale (Svensson, 1996b, pp. 25-26).

Avantajele asociate utilizării țintelor monetare intermediare se referă, pe lângă rațiunea evidentă a controlabilității, la minimizarea cerințelor informaționale în managementul politicii monetare (datorită exploatarei asimetriei informaționale în favoarea băncii centrale), precum și la definirea unui etalon cantitativ pentru evaluarea performanțelor autorității monetare în respectarea angajamentelor asumate<sup>25</sup>, Cukierman (1995, p. 208) considerând că, prin comparație, discreționismul implicat de țintirea inflației face politica monetară mai vulnerabilă față de presiunile politice vizând atingerea altor obiective (vizibilitatea mai redusă a țintelor monetare, în condițiile în care sistemul de penalități la care este supusă banca centrală este identic, tinde însă să contrazică afirmația anterioară).

Principala deosebire între țintirea agregatelor monetare și cea a ratei inflației constă în controlabilitatea, respectiv vizibilitatea diferită a acestora, între cele două caracteristici existând o relație inversă. Pe de o parte, banca centrală poate controla (cvasi-) perfect baza monetară (generalizând la nivelul altor agregate monetare, țintirea acestora presupune în ultimă instanță formularea de obiective în termenii unor variabile cel puțin parțial exogene), deși aceasta este puțin familiară agenților economici, modificările sale exercitând în consecință un impact scăzut asupra formării anticipațiilor. Pe de altă parte, țintirea directă a inflației presupune alegerea unei variabile cu vizibilitate largă (ceea ce, pe lângă impactul anticipațional puternic, determină și o transparență sporită a politicii monetare, prin posibilitatea verificării facile a devierilor de la ținte), însă care, prin însuși caracterul său endogen, nu se află sub controlul direct (sau integral) al autorității monetare (Cukierman, 1995, p. 193; 195; 207).

Avantajele generate de utilizarea țintelor inflaționiste se concentrează însă și în ameliorările reputaționale mai pronunțate pe care acestea le pot antrena, deopotrivă datorită evaluării directe și sistematice a decalajelor potențiale de credibilitate dintre inflația anticipată și țintele propuse, precum și datorită caracterului de mecanisme de angajare jucat de înseși aceste ținte în condițiile în care politica monetară se concentrează nu asupra unor variabile intermediare, ci asupra obiectivului său final (Svensson, 1996b, p. 1).

Problema relației inverse dintre vizibilitatea și controlabilitatea țintelor este complicată suplimentar de două aspecte. Primul se referă la credibilitatea decidenților în materie de politică monetară, impactul anticipațional al unei ținte cu o vizibilitate dată fiind corelat direct cu probabilitatea atașată de către agenții economici respectării *ex post* de către banca centrală a angajamentelor luate (acestea fiind încorporate în țintele stabilite), indiferent de erorile de control aferente instrumentelor de politică monetară (Cukierman, 1992, p. 250), în acest caz existența unui capital reputațional semnificativ favorizând țintirea directă a ratei inflației (Cukierman, 1995, p. 204). În plus, volatilitatea mediului economic este esențială în opțiunea pentru un tip sau altul

---

<sup>25</sup> Aceasta constituie o diferență fundamentală în abordarea implicită titular-agent presupusă de cele două tipuri de ținte: dacă recursul la ținte monetare are în vedere că sursa principală a coerciției în respectarea angajamentelor asumate este executivul sau legislativul, țintirea inflației presupune o proveniență mai difuză a penalizărilor, acestea venind nu numai pe cale oficială, ci și prin comportamentul agenților economici în privința formării anticipațiilor inflaționiste. Cum cea de-a doua alternativă este capabilă în principiu să prevină și comportamentul oportunist al guvernului, ea domină soluția implicată de practicarea țintelor monetare.

de țintă, existența inflației înalte și variabile (sau amorsarea unui proces dezinflaționist) fiind concordante țintirii directe a ratei inflației, în timp ce practicarea politicii monetare într-un mediu cu stabilitate nominală pronunțată facilitează recurgerea la țintirea agregatelor monetare sau perpetuarea unei asemenea strategii (*idem*, p. 206).

Al doilea este problema corelației indirecte dintre manipularea nivelului agregatului monetar ținut și obiectivul final al asigurării stabilității prețurilor (aceasta fiind mediată de dinamica cererii de monedă): dacă pe termen lung creșterea sistematică a masei monetare se traduce într-o sporire a ratei inflației, țintirea unui agregat monetar este vulnerabilă pe termen scurt la șocurile în viteza de circulație a banilor. Instabilitatea acesteia (în special în decursul deceniului anterior), corelată în primul rând cu proliferarea inovațiilor financiare și în sistemele de plăți determinate în primul rând de dereglementarea piețelor activelor financiare (precum însă și cu utilizarea drept ținte a indicatorilor monetari, aceasta diluând legătura lor cauzală cu obiectivul final, conform legii lui Goodhart) a determinat recurgerea la țintirea unor agregate monetare în sens larg, a căror sferă de cuprindere era presupusă a le asigura o robustețe superioară față de instabilitatea vitezei de circulație, cu toate că banca centrală exercită un control imperfect și indirect asupra acestor agregate<sup>26</sup>. Existența a numeroase studii empirice demonstrând stabilitatea cererii pentru un agregat monetar alternativ nu a putut fi însă persuasivă în evitarea declinului utilizării țintelor monetare, în special datorită caracterului *ex post* al acestor analize (Fischer, 1995b).

Soluția uzuală la această problemă în construirea unei reguli bazate pe o țintă monetară intermediară ia de obicei forma unor încorporări corective retroactive a inovațiilor în viteza de circulație monetară, exemplul cel mai general reprezentându-l formularea dată de Estrella și Mishkin (1996) regulii optime de țintire a venitului nominal prin utilizarea unui agregat monetar:

$$\Delta m_t = \Delta x_t^* - a(L)\Delta v_{t-1} + [1 + b(L)](x_{t-1}^* - x_{t-1}),$$

unde  $m_t$  și  $x_t$  sunt valorile logaritmice ale masei monetare și PIB nominal în perioada  $t$ ,  $x_t^*$  reprezintă ținta de venit nominal, iar  $a$  și  $b$  sunt parametrii de reacție ai masei monetare față de modificările anterioare ale vitezei de circulație monetară  $v$ , respectiv față de deviațiile de la țintă ale venitului nominal în trecut ( $L$  fiind operatorul de *lag*), formularea generală de mai sus permițând utilizarea unor ținte variabile în timp<sup>27</sup>. Caracterul retroactiv al celui de-al doilea termen, deși util în asigurarea unui *feedback* al dinamicii masei monetare, lasă totuși regula vulnerabilă la inovațiile contemporane în viteza de circulație monetară. Carența principală a unei astfel de reguli rezidă în formularea netransparentă (care ridică probleme de implementare și monitorizare a politicii monetare) a variantei sale optime, simplificarea acesteia realizându-se de

<sup>26</sup> Un argument în favoarea țintirii agregatelor monetare mai cuprinzătoare îl constituie și vizibilitatea superioară a acestora (Clarida și Gertler, 1996).

<sup>27</sup> O variantă a regulii expuse anterior (formulată din punctul de vedere al ritmurilor de creștere) este dată de Feldstein și Stock (1994, pp. 46-49):  $m_t - m^* = \lambda(x_t^* - x_{t-1}^*) + (1 - \lambda)(m_{t-1} - m^*)$ , unde deviațiile de la ritmul ținut de creștere al masei monetare  $m^*$  sunt dependente de deviațiile venitului nominal de la ritmul său ținut de creștere  $\mu^*$ , precum și de la eșecurile anterioare în atingerea nivelelor propuse ale variabilei intermediare ( $0 < \lambda < 1$ ).

regulă cu costuri de eficiență traduse în variabilitatea superioară a ratelor inflației în comparație cu cea obținabilă în cazul practicării țintelor inflaționiste<sup>28</sup>; deși ambele tipuri de ținte conduc la nivele medii identice ale inflației, volatilitatea mai pronunțată asociată țintelor monetare suboptimale (simplificate în scopul asigurării fezabilității lor) conduce în condițiile persistenței fluctuațiilor la pierderi de bunăstare mai ridicate în perspectivă dinamică (Svensson, 1996b, pp.3; 18).

Problema controlabilității rămâne deschisă atât în ceea ce privește utilizarea țintelor monetare intermediare, cât și țintirea directă a ratei inflației. Reducerea gradului de control al băncii centrale asupra inflației, invocată de Cukierman (1995, p. 205) drept argument pentru țintirea bazei monetare ignoră cinci aspecte fundamentale: (i) cel al intensității ambigue a corelației pe termen scurt dintre variabilele nominale și reale și agregatele monetare (argumente empirice privitoare la importanță relativ redusă a agregatelor monetare în explicarea variațiilor inflației și producției reale, mai ales în cazul SUA după 1983 fiind aduse de Friedman (1996, pp. 8-17) și Estrella și Mishkin (1996, pp. 14-15)<sup>29</sup>, în timp ce Feldstein și Stock (1994) găsesc semnificativă și robustă corelația M2 cu aceste variabile de-a lungul unui interval de timp larg); (ii) cel al robusteții incerte a corelației dintre agregatele monetare și variabilele menționate (în sensul existenței unor rupturi structurale frecvente); (iii) posibilitatea generării unei instabilități a instrumentelor conexe ale politicii monetare (în speță a ratei dobânzii pe termen scurt) prin însăși recursul la baza monetară ca instrument principal al acestei politici<sup>30</sup>; (iv) dependența volatilității (și, în consecință, a predictibilității) ratelor inflației de tipul de regim monetar practicat, inflația devenind mai stabilă în condițiile țintirii sale directe (Svensson, 1996b, p.9; Bernanke și Mishkin, 1997, p. 12)<sup>31</sup>; (v) ineficiența înlocuirii unei ținte formulate în termenii obiectivului final cu o țintă intermediară, în condițiile în care aceasta din urmă nu conține exhaustiv informația necesară prognozării variabilei finale (prezența avantajelor informaționale marginale obținabile prin utilizarea unor variabile adiționale fiind un argument persuasiv pentru menținerea țintelor inflaționiste) (Bernanke și Mishkin, 1997, p. 19). Faptul că utilizarea țintelor monetare intermediare nu oferă o ancoră nominală stabilă reprezintă un aspect suplimentar extrem de important.

<sup>28</sup> Un exemplu cunoscut de caz particular al regulii optime prezentate îl oferă McCallum (1989), unde ținta de venit nominal este reprezentată de un ritm constant de creștere a PIB de 3 la sută anual, iar baza monetară este corectată cu modificările vitezei medii de circulație monetară din cei patru ani anteriori, regula fiind formulată la frecvențe trimestriale. Ea este echivalentă regulii de mai sus în cazul în care 
$$a(L) = \frac{1}{n} \sum_{j=0}^{n-1} L^j$$
 (Estrella și Mishkin, 1996, p. 10).

<sup>29</sup> Aceștia afirmă peremptoriu imposibilitatea utilizării directe în prezent a agregatelor monetare în "semnalizarea transparentă a intențiilor și acțiunilor de politică monetară în contextul aplicării unei reguli" (i.demp. 29).

<sup>30</sup> Dacă banca centrală utilizează drept instrument principal baza monetară  $b_t$ , iar aceasta se comportă conform relației simplificate de cerere de monedă  $b_t = \alpha_0 + \alpha_1 r_t + \alpha_2 r_{t-1} + \eta_t$ , unde  $\alpha_1 < 0$  și  $r_t$  este rata dobânzii pe termen scurt, atunci  $r_t = \beta_0 + \beta_1 r_{t-1} + \beta_2 \eta_t + \beta_3 X_t$ , unde  $X$  este un vector de variabile suplimentare ce afectează  $r_t$  iar  $\beta_1 = -\alpha_2/\alpha_1$ . Dacă  $\alpha_2 < 0$ , dinamica  $r_t$  va fi instabilă (în cazul în care  $|\alpha_2| > |\alpha_1|$  ea devenind chiar explozivă; asemenea valori ale coeficienților sunt estimate relativ frecvent la nivelul funcțiilor de cerere pentru bani puternici) (McCallum, 1997, p. 35).

<sup>31</sup> Aceasta este atât rezultatul îmbunătățirii credibilității băncii centrale, al transparenței politicii monetare, cât și al progreselor realizate în formularea de modele structurale ameliorate în scopul prognozării inflației (în interacțiune cu anticipațiile inflaționiste mai stabile ale agenților economici) (Svensson, 1997).

Din perspectiva expusă anterior, recurgerea la țintirea directă a ratei inflației a determinat băncile centrale să renunțe la statuarea unor ținte intermediare formale, substituindu-le cu utilizarea unui set relativ amplu de variabile informaționale cu caracter predictiv în raport cu inflația anticipată (așa-numiții "indici ai condițiilor monetare")<sup>32</sup>. O soluție este însă utilizarea prognozei inflaționiste a băncii centrale în postura țintei intermediare, datorită caracteristicilor pe care aceasta le întrunește simultan: buna corelație cu obiectivul final, controlabilitatea superioară față de inflația efectivă (anticipațiile inflaționiste reacționând cu promptitudine la acțiunile de politică monetară în ciuda existenței unor *lag*-uri de control relativ mari, *lag*-uri ce diluează răspunderea băncii centrale pentru acțiunile sale în contextul țintirii directe a ratei inflației) și vizibilitatea lor similară (mai ales în contextul transparenței instituționalizate a politicii monetare) (Svensson, 1996b, pp. 2-3). De remarcat faptul că, în cazul în care țintele intermediare monetare sau de curs de schimb concentrează întreaga informație relevantă anticipării cu acuratețe a ratelor inflației, țintirea inflației prognozate implică automat utilizarea acestora, ea fiind de asemenea mai robustă față de incertitudinile privind dimensiunea coeficienților din modelul structural al autorității monetare (Svensson, 1996b, p. 3; 1997, p. 15).

Țintirea prognozei inflaționiste a băncii centrale<sup>33</sup> internalizează caracterul pro-activ al utilizării țintelor inflaționiste, configurația ansamblului instrumentelor de politică monetară (în raport cu toate informațiile disponibile relevante) urmărind convergența inflației prognozate cu ținta inflaționistă la orizontul de timp egal *lag*-ului de control, în timp ce viteza de ajustare către țintă exprimă gradualismul (sau, altfel spus, flexibilitatea) regimului de țintire directă a inflației din punctul de vedere suplimentar al reducerii variabilității nivelului producției reale, inflația prognozată pe ansamblul orizontului de țintire fiind în acest caz o medie ponderată a țintei inflaționiste pe termen lung și inflației anticipate pe termen scurt (înțelegând prin acesta un subset al orizontului de țintire), ceea ce echivalează cu instituirea implicită a unei ținte inflaționiste variabile (condiționate de stare) (Svensson, 1996b, pp. 18-22).

Alături de problemele potențiale create de monitorizarea politicii monetare în condițiile țintelor inflaționiste, controlul imperfect al băncii centrale asupra inflației creează probleme persistente și în cazul utilizării inflației prognozate drept țintă intermediară. Acesta se datorează abilității limitate a autorității monetare (alături de previziunile exogene băncii centrale) de a prezice cu acuratețe nivelul inflației la diferite orizonturi temporale (Cecchetti, 1995a). Dacă, în condițiile existenței anticipațiilor raționale și a informației perfecte, credibilitatea băncii centrale face irelevante erorile de control al instrumentelor de politică monetară (Cukierman, 1992) sau fixarea de intervale de țintire în jurul ratei dorite a inflației (Svensson, 1996b), existența informației private a băncii centrale modifică aceste rezultate (chiar și în condițiile transparenței instituționalizate a

---

<sup>32</sup> Conform acestei distincții, informațiile conținute în deviațiile agregatelor monetare de la țintele intermediare sunt întotdeauna interpretate în sensul semnificării unor perturbări viitoare în variabilele obiectiv (Friedman, 1996, pp. 30-31).

<sup>33</sup> Este demn de remarcat faptul că țintirea unei prognoze consensuale exogene (sau a unei agregări a acestora cu previziunile inflaționiste ale autorității monetare) poate genera existența echilibrelor multiple datorită riscului ca prognozele exogene să aibă caracter recursiv, ele internalizând regula de feedback a băncii centrale (Woodford 1994; Svensson, 1996b, p. 3 fn. 4).

politicii monetare), făcând credibilitatea autorității monetare dependentă de eșecurile sistematice ale acesteia în atingerea țintelor stabilite.

În aceste condiții, soluția de a face banca centrală răspunzătoare doar pentru devierile de la țintă ale inflației prognozate (observabile), nu și ale celei efective (Svensson, 1996b, p. 8) contrazic însă și conexiunea nemediată a țintirii inflației cu obiectivul final al politicii monetare, reclamând fie conjugarea țintelor inflaționiste cu mecanisme de monitorizare și motivaționale independente, fie instituirea de intervale relativ înguste aferente ratelor efective ale inflației, fiind posibile și soluțiile de natură hibridă. De asemenea, țintirea inflației prognozate este incertă în cazul obiectivelor plurianuale ale politicii monetare, ea nereprezentând o opțiune în condițiile în care introducerea țintei răspunde cerinței consolidării credibilității băncii centrale; altfel spus, în absența unui capital reputațional semnificativ *ex ante*, recurgerea la țintirea directă a inflației endogenizează credibilitatea autorității monetare.

În particular, țintirea inflației prognozate în condițiile configurării în acest sens a ratei dobânzii pe termen scurt (de exemplu, a ratei repo) utilizate ca unic instrument de politică monetară este ineficientă, datorită echivalenței sale practice cu țintirea ratei dobânzii (*interest rate targeting*), ceea ce presupune acomodarea oricăror modificări în cererea de monedă prin intermediul manipulării agregatelor monetare, inclusiv a șocurilor determinate de anticipații inflaționiste sporite (Goodhart, 1989). O asemenea configurare a politicii monetare va conduce în acest caz la nedeterminarea nivelului agregat al prețurilor (Sargent și Wallace, 1975; Fischer, 1995)<sup>34</sup>. Utilizarea inflației anticipate în postura de țintă intermediară reclamă deci absența oricărei alte variabile intermediare formale, precum și utilizarea concertată a ansamblului instrumentelor de politică monetară disponibile în asigurarea convergenței către țintă a inflației anticipate, credibilitatea superioară generabilă prin recurgerea la această strategie provenind atât din existența (necesară, însă nu și suficientă) ancorei nominale a țintei, cât și din atitudinea pro-activă a politicii monetare.

---

<sup>34</sup> În formularea mai categorică a lui Sargent (1987), nu există nici o regulă definită în termenii ratei dobânzii care să se asocieze unui nivel determinat al prețurilor. McCallum (1997) arată că această afirmație încetează să mai fie valabilă în cazul în care regula include o variabilă nominală cu rol de ancoră *ex ante*

## **POLITICA MONETARĂ ÎN CONDIȚII DE INCERTITUDINE. PROVOCĂRI PENTRU ROMÂNIA**

*Conf.dr. Cornel Târhoacă*

Deciziile au la bază atât informațiile trecutului și ale prezentului, cât și previziunile viitorului. Previ-  
ziunile nu pot fi decât aproximative, astfel încât anticipațiile decidenților privind rezultatele  
deciziilor au un anumit grad de incertitudine. Din punct de vedere teoretic, se face distincție între  
două stări ale anticipațiilor: certitudine și incertitudine.

Certitudinea este utilizată pentru descrierea situațiilor în care anticipațiile au o singură valoare. În  
condiții de certitudine, anticipațiile decidenților la nivel macroeconomic privind rezultatele  
politicilor monetare sau fiscale sunt singulare. Decidenții anticipează cu exactitate impactul  
instrumentelor de politică macroeconomică asupra indicatorilor rezultativi (produsul intern brut,  
ocuparea, nivelul general al prețurilor sau soldul contului curent extern). Termenul de certitudine  
se folosește și pentru situațiile în care anticipațiile nu au o singură valoare, dar se plasează  
într-un interval îngust.

Certitudinea nu trece însă testul realității. Deciziile se iau întotdeauna în condiții de incertitudine.  
Din cauza informației imperfecte privind structura sistemului economic și șocurile exogene care  
o pot perturba, decidenții nu pot să anticipeze cu exactitate indicatorii rezultativi care corespund  
unei anumite politici macroeconomice. Din perspectivă teoretică, se consideră că incertitudinea  
se referă la situațiile în care anticipațiile iau forma unor rezultate posibile care se plasează într-un  
interval semnificativ.

Analiza politicii monetare în condiții de incertitudine face distincție între obiective, ținte interme-  
diare, instrumente și indicatori<sup>1</sup>. Obiectivele se referă la scopurile fundamentale ale politicii  
monetare. Țintele intermediare substituie obiectivele fundamentale. Instrumentele reprezintă  
variabilele pe care decidenții le pot controla direct. Indicatorii oferă informații despre starea  
prezentă a obiectivelor sau despre evoluția lor probabilă în viitor.

O descriere stilizată a politicii monetare are ca punct de plecare opțiunea privind țintele interme-  
diare care substituie obiectivele fundamentale. După transpunerea obiectivelor fundamentale în  
termenii țintelor intermediare, decidenții aleg instrumentele pentru atingerea acestora. Pe măsură  
ce indicatorii dezvăluie informații noi cu privire la obiectivele fundamentale, decidenții ajustează  
țintele intermediare și configurația instrumentelor.

---

<sup>1</sup> David Romer (1996): „Advanced Macroeconomics”, The McGraw-Hill Companies, Inc., p. 416-418.

Această lucrare se concentrează asupra obiectivului fundamental și asupra țintelor intermediare ale politicii monetare. Considerațiile privind obiectivul fundamental se bazează pe principiile acceptate ale macroeconomiei. Țintele intermediare sunt abordate plecând de la implicațiile modelului simplu IS-LM. Analiza este adâncită de referințele la alternativa țintirii cursului nominal de schimb și la modificările prețurilor relative. Lucrarea recunoaște semnificația trendului de apreciere a cursului intern real de schimb pentru opțiunile de politică macroeconomică, în general, și de politică monetară, în special. Deși important, raportul dintre politicile monetară și fiscală nu este abordat aici.

Lucrarea constituie o încercare de pledoarie în favoarea degrevării politicii monetare a României de obiectivele în conflict cu stabilitatea prețurilor. Considerațiile exprimate încearcă să argumenteze necesitatea ca Banca Națională a României să se concentreze asupra dezinflației și să lase competitivitatea internațională a producției interne pe seama altor politici economice.

## **1. Obiectivul fundamental**

Macroeconomia a generat întotdeauna controverse intense. Dezbaterile contradictorii au contribuit la crearea impresiei că macroeconomia este revendicată de diferite tabere de economiști care nu împărtășesc nici un principiu comun. Sistematizările relativ recente ale domeniului infirmă această impresie. În prezent, se consideră că principiile fundamentale asupra cărora controversele sunt minime pot constitui un nucleu al macroeconomiei cu relevanță nu numai teoretică, ci și practică. Impactul acestui nucleu al macroeconomiei asupra opțiunilor de politică monetară pare să fie considerabil.

Primul principiu al nucleului macroeconomiei se referă la faptul că produsul intern brut real fluctuează în jurul unui trend crescător în majoritatea economiilor<sup>2</sup>. Trendul ascendent este determinat cu precădere de latura de ofertă a economiei (factorii de producție și productivitatea utilizării acestora). Fluctuațiile produsului intern brut real în jurul trendului său rezultă, în principal, ca urmare a modificărilor pe latura de cerere a economiei.

Al doilea principiu neagă existența unui compromis pe termen lung dintre inflație și șomaj<sup>3</sup>. Consecința principiului este că accelerarea expansiunii monetare se regăsește pe termen lung doar în creșterea inflației, fără nici un efect în sensul reducerii ratei șomajului. Deși controversat nu cu mult timp în urmă, principiul se bucură în prezent de o recunoaștere relativ largă. Enunțul principiului este calificat de studiile empirice ale căror concluzii sugerează că ratele relativ ridicate ale inflației au un impact negativ asupra trendului ascendent pe termen lung al produsului intern brut real. Implicația principiului în ceea ce privește politica monetară susține că

---

<sup>2</sup> Robert M. Solow (1997): „Is There a Core of Usable Macroeconomics We Should All Believe In?”, *The American Economic Review* 87 (May), p. 230-232.

<sup>3</sup> John B. Taylor (1997): „A Core of Practical Macroeconomics”, *The American Economic Review* 87 (May), p. 233-235.



banca centrală trebuie să-și asume și să urmărească în mod consecvent atingerea unui obiectiv privind rata inflației pe termen lung.

Al treilea principiu din nucleul macroeconomiei acceptă compromisul pe termen scurt dintre inflație și șomaj. Explicațiile compromisului insistă fie asupra unor rigidități nominale pe termen scurt, fie asupra informației imperfecte privind prețurile. Problema dacă politica monetară se transmite prin intermediul ratei dobânzii, al creditului sau al prețurilor instrumentelor financiare a rămas în centrul dezbaterii. În ciuda acestui fapt, implicația principiului nu este controversată: politica monetară trebuie să stabilizeze rata cererii agregate nominale în scopul atenuării fluctuațiilor produsului intern brut real și ale inflației.

Al patrulea principiu recunoaște că anticipațiile reprezintă un factor al impactului politicilor macroeconomice. Anticipațiile răspund la modificarea politicilor macroeconomice și influențează efectele acestora. Principiul evidențiază importanța credibilității. Dacă politica monetară este credibilă, atunci costul pe termen scurt al dezinflației este mai redus.

Al cincilea principiu recomandă încadrarea politicilor macroeconomice într-un proces sistematic bazat mai degrabă pe reguli decât pe discreționism. Debaterea aplicării principiului în politica monetară a câștigat în complexitate, evoluând de la regula simplă privind stabilitatea ratei masei monetare la funcția de reacție a băncii centrale indicând răspunsul dezirabil al instrumentelor la obiective, ținte și indicatori. În condiții de incertitudine, regulile, indiferent de forma lor, tind să reprezinte repere utile ale politicilor macroeconomice.

Se pare că cel mai notabil impact al principiilor macroeconomiei în planul politicii monetare este opțiunea pentru obiectivul fundamental al stabilității prețurilor. Acest obiectiv este urmărit de către băncile centrale fie explicit, sub forma țintirii directe a inflației (de exemplu, în Marea Britanie sau Noua Zeelandă), fie implicit, prin ținte intermediare (de exemplu, în Uniunea Monetară Europeană sau Statele Unite).

Obiectivul fundamental al Sistemului European al Băncilor Centrale, definit de Statutul Sistemului European al Băncilor Centrale și al Băncii Centrale Europene, este stabilitatea prețurilor. Sistemul European al Băncilor Centrale sprijină politicile economice generale ale Uniunii Europene, dar numai în cazul în care nu se aduce atingere stabilității prețurilor. Obiectivul fundamental al Sistemului European al Băncilor Centrale este stipulat și în Tratatul de la Maastricht. Tratatul subliniază că modalitățile pentru realizarea obiectivului fundamental se stabilesc în cadrul strategiei coerente a Sistemului European al Băncilor Centrale. Această strategie este menită să furnizeze un ansamblu de criterii care să conducă Banca Centrală Europeană să stabilească țintele intermediare și instrumentele politicii monetare.

În conformitate cu aranjamentul instituțional în vigoare, stabilitatea prețurilor este obiectivul fundamental și al politicii monetare a României. Banca Națională a României urmărește realizarea obiectivului său fundamental în mod implicit, cu ajutorul țintelor intermediare.

Cele cinci principii dau un răspuns tranșant la întrebarea dacă obiectivele politicii monetare trebuie să includă variabile economice reale (produsul intern brut real sau ocuparea) sau să se limiteze la variabilele economice nominale (în primul rând, nivelul general al prețurilor). Argumentele invocate în sprijinul variabilelor economice reale pot fi sistematizate în două categorii<sup>4</sup>. Prima categorie include argumentele politice care arată că banca centrală într-o societate democratică ar trebui să-și asume responsabilități în ceea ce privește variabilele economice reale. A doua categorie de argumente exprimă rezerve asupra dihotomiei pe termen lung dintre variabilele economice reale și cele nominale. Puterea acestor argumente este însă umbrată de principiile acceptate ale macroeconomiei, conform cărora cauza inflației pe termen lung este de sorginte monetară.

Principiile au contribuit la consolidarea opiniei că banca centrală trebuie să asigure o dinamică economică nominală care să fie stabilă, credibilă, predictibilă și neinflaționistă. În această abordare, variabilele economice reale își găsesc locul în cadrul politicii monetare sub forma indicatorilor cu rol informativ. Reacția băncii centrale la indicatorii economici reali nu trebuie să prejudicieze obiectivul fundamental al stabilității prețurilor. Exploatarea compromisului pe termen scurt dintre inflație și șomaj nu poate evita confruntarea cu faptul că nu există nici un compromis pe termen lung.

Influența politicii monetare asupra inflației se manifestă cu decalaje temporale. Informația imperfectă privind aceste decalaje temporale generează dificultăți în încercarea de a controla inflația secvențial, perioadă de perioadă<sup>5</sup>. De aceea, banca centrală poate să-și propună atingerea obiectivului său fundamental privind stabilitatea prețurilor numai într-o viziune strategică, pe termen lung.

## **2. Țintele intermediare**

Abordarea tradițională a țintelor intermediare ale politicii monetare în cadrul modelului simplu IS-LM conduce la recomandarea, devenită clasică, în ceea ce privește opțiunea dintre masa monetară și rata dobânzii<sup>6</sup>. Conform acestei recomandări, dacă sursa principală a șocurilor exogene asupra economiei se află pe piețele bunurilor, atunci ținta intermediară trebuie să fie masa monetară. În schimb, dacă sursa principală a șocurilor exogene asupra economiei se află pe piața monetară, atunci ținta intermediară a politicii monetare trebuie să fie rata dobânzii. Recomandarea nu are însă în vedere obiectivul privind inflația, ci stabilizarea producției.

---

<sup>4</sup> James Tobin (1987): „Monetary Policy in an Uncertain World”, în „Policies for Prosperity. Essays in a Keynesian Mode”, editor Peter M. Jackson, The MIT Press, p. 240-254.

<sup>5</sup> Paul R. Masson, Miguel A. Savastano, Sunil Sharma (1998): „Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?”, *Finance & Development* (March), p. 34-37.

<sup>6</sup> C. A. E. Goodhart (1989): „Money, Information and Uncertainty”, Second Edition, MacMillan, p. 328-352. Pentru prima formulare a ideii că natura șocurilor stohastice asupra economiei este importantă în decizia privind ținta intermediară a politicii monetare, vezi William Poole (1970): „The Optimal Choice of Monetary Policy in a Simple Stochastic Macro Model”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 (May), p. 197-216.

Criteriul stabilității producției susține țintirea masei monetare în contextul în care există fluctuații semnificative pe piețele bunurilor, determinate, de exemplu, de variația prețurilor relative. Țintirea ratei dobânzii este indicată în situația unei variații reduse a prețurilor relative. Dacă cererea de bani este instabilă, atunci țintirea ratei dobânzii induce variații mai mici ale producției comparativ cu țintirea masei monetare. Dacă cererea de bani este relativ stabilă, atunci minimizarea variației producției impune țintirea masei monetare.

În cazul României, analiza indicatorilor economici lunari în perioada 1997-1999 indică faptul că fluctuațiile au fost ample atât pe piețele bunurilor, cât și pe piața monetară. Fluctuațiile au fost însă mai reduse pe piețele bunurilor decât pe piața monetară. Amplitudinea fluctuațiilor se măsoară, în continuare, prin intermediul deviației procentuale a indicatorilor efectivi de la trendurile lor. Analiza valorifică principiul metodologic care consacră semnificația statisticilor de variabilitate în măsurarea gradului de incertitudine.

Pentru caracterizarea fluctuațiilor pe piețele bunurilor, se utilizează produsul intern brut real și cursul intern real de schimb, calculat ca raport între prețurile bunurilor comercializabile și prețurile bunurilor necomercializabile. Fluctuațiile pe piața monetară sunt evidențiate cu ajutorul agregatelor monetare în termeni reali și al vitezei de circulație a banilor.

**Tabelul nr. 1. Fluctuațiile lunare pe piețele bunurilor și pe piața monetară în perioada 1997-1999**

	Trendul <sup>1)</sup> (modificare procentuală)	Fluctuațiile lunare (deviație procentuală în jurul trendului)	
		Minimă	Maximă
<b>Piețele bunurilor</b>			
Produsul intern brut real <sup>2)</sup>	-15	-9	11
Cursul intern real de schimb <sup>3)</sup>	-66	-8	15
<b>Piața monetară</b>			
Agregatele monetare reale <sup>4)</sup>			
M0	25	-18	43
M1	-29	-21	36
M2	-1	-11	30
Viteza de circulație a banilor			
M0	-34	-28	26
M1	16	-28	35
M2	-15	-20	18

<sup>1)</sup>Estimat cu ajutorul filtrului Hodrick-Prescott.

<sup>2)</sup> În prețurile din decembrie 1996. Produsul intern brut lunar este estimat pe baza producției industriale. Estimările sunt ajustate pentru încadrarea în produsul intern brut anual, publicat de către Comisia Națională pentru Statistică.

<sup>3)</sup> Calculat ca raport între indicii agregat al prețurilor bunurilor comercializabile și indicii agregat al prețurilor bunurilor necomercializabile (decembrie 1996=100). Indicii agregați ai prețurilor bunurilor comercializabile și necomercializabile sunt determinați pe baza indicilor individuali ai prețurilor de consum și a structurii cheltuielilor de consum din anul 1997. Bunurile necomercializabile includ energia electrică și termică, gazele și serviciile. Bunurile comercializabile acoperă celelalte bunuri de consum.

<sup>4)</sup> În prețurile din decembrie 1996.

Sursa: Estimări pe baza datelor Băncii Naționale a României și ale Comisiei Naționale pentru Statistică

Figura 1  
Produsul intern brut real (PIBR) și trendul  
acestuia (TR\_PIBR)

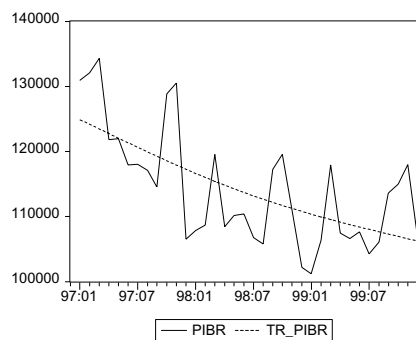


Figura 2  
Cursul intern real de schimb (CIRS) și  
trendul acestuia (TR\_CIRS)

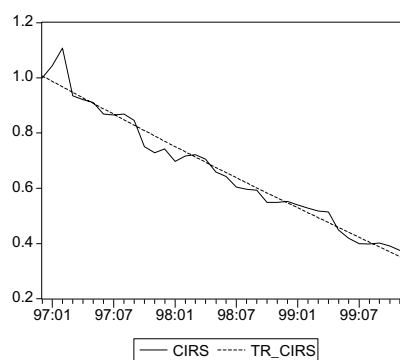


Figura 3  
Baza monetară reală (M0R) și trendul  
acesteia (TR\_M0R)

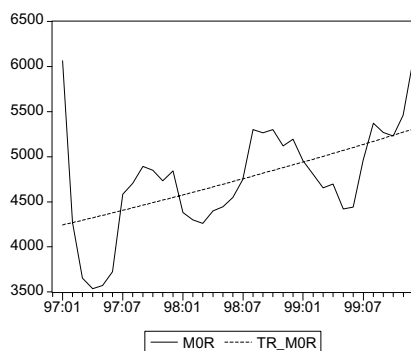


Figura 4  
Viteza de circulație a bazei monetare (V0) și  
trendul acesteia (TR\_V0)

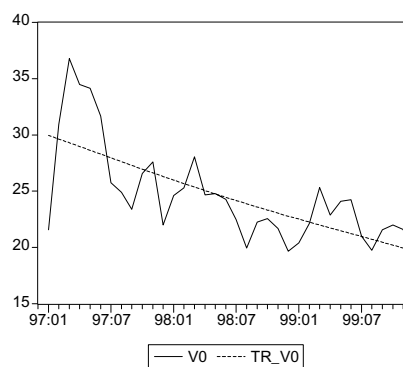


Figura 5  
Masa monetară reală în sens restrâns  
(M1R) și trendul acesteia (TR\_M1R)

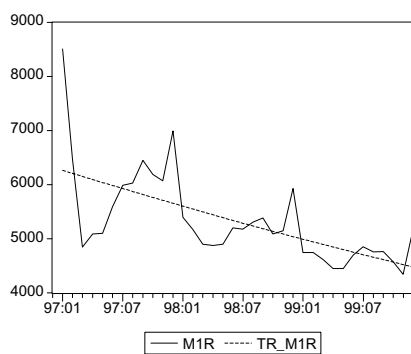


Figura 6  
Viteza de circulație a masei monetare în  
sens restrâns (V1) și trendul acesteia  
(TR\_V1)

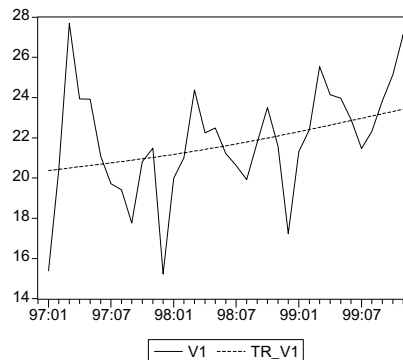


Figura 7  
Masa monetară reală în sens larg (M2R) și  
trendul acesteia (TR\_M2R)

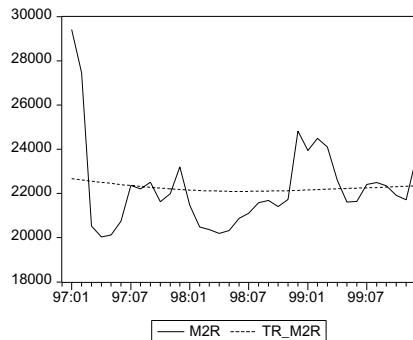
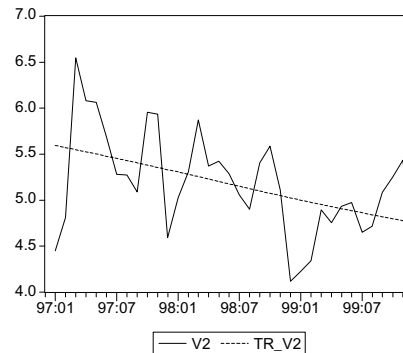


Figura 8  
Viteza de circulație a masei monetare în  
sens larg (V2) și trendul acesteia (TR\_V2)



Estimările pentru România arată că în perioada 1997-1999 fluctuațiile agregatelor monetare reale și ale vitezei de circulație a banilor au fost mai ample decât fluctuațiile produsului intern brut real și ale cursului intern real de schimb. Prin urmare, recomandarea clasică implică țintirea ratei dobânzii în vederea stabilizării fluctuațiilor producției.

În condițiile în care obiectivul fundamental al politicii monetare nu este stabilitatea producției, ci a prețurilor, recomandarea pare să își piardă relevanța. Adversarii țintirii ratei dobânzii susțin că aceasta prezintă riscul agravării inflației în fazele de expansiune și al accentuării dezinflației în fazele de recesiune.

Se arată că dacă banca centrală cumpără titluri în scopul de a preveni creșterea ratei nominale a dobânzii în faza de expansiune, atunci inflația tinde să se agraveze. Invers, dacă banca centrală vinde titluri în scopul de a preveni reducerea ratei nominale a dobânzii în faza de recesiune, atunci dezinflația se accentuează. Dacă banca centrală s-ar abține de la operațiuni de piață deschisă în scopul țintirii ratei nominale a dobânzii, atunci aceasta ar crește în faza de expansiune și s-ar reduce în faza de recesiune.

Trebuie recunoscut faptul că discuția privind opțiunea dintre masa monetară și rata dobânzii ca ținte intermediare se poartă în cadrul analitic al staticii comparative. În acest cadru, interpretarea *de facto* a termenului „țintire” este „stabilizare”<sup>7</sup>. Într-o abordare dinamică, respectând semnificația termenului de „țintire” în concordanță cu practica politicii monetare, argumentele tind să se nuanțeze.

Este greu să se conceapă țintirea masei monetare cu ignorarea ratei dobânzii. Țintirea ratei dobânzii cu ignorarea masei monetare este la fel de greu de conceput. Dacă se țintește masa monetară, atunci rata rezultativă a dobânzii trebuie să facă parte din sistemul indicatorilor

<sup>7</sup> Ralph C. Bryant (1980): „Money and Monetary Policy in Interdependent Nations”, The Brookings Institution, p. 334-351.

informativi. Corespunzător, dacă se țintește rata dobânzii, atunci masa monetară rezultativă trebuie să se includă între indicatorii informativi.

Raționamentul teoretic în termenii staticii comparative nu poate să ofere argumentul decisiv pentru renunțarea la aranjamentul actual al politicii monetare a României – țintirea masei monetare, cu rata dobânzii inclusă între indicatorii informativi. Ceea ce contează în ultimă instanță pentru succesul politicii monetare este urmărirea consecventă, pe termen lung, a obiectivului fundamental privind stabilitatea prețurilor.

### **3. Țintirea cursului de schimb**

Autonomia politicii monetare reprezintă capacitatea băncii centrale de a ținti masa monetară sau rata dobânzii. Managementul cursului de schimb presupune posibilitatea atenuării fluctuațiilor conjuncturale ale acestuia prin intervenții ale băncii centrale pe piața valutară.

Pe fundalul libertății fluxurilor internaționale de capital, o economie nu poate cumula autonomia politicii sale monetare cu managementul cursului de schimb. Autonomia politicii monetare este cu atât mai redusă, cu cât managementul cursului de schimb este mai activ. Politica monetară internă dispare complet atunci când cursul de schimb este fix și nu există nici o restricție în calea fluxurilor internaționale de capital. Politica monetară internă este complet autonomă în condițiile flotării libere a cursului de schimb.

În cazul economiilor în tranziție, se poate identifica un model tipic al secvențialității regimurilor cursului de schimb. Pentru fazele inițiale ale tranziției, modelul are în vedere un regim cu o flexibilitate redusă a cursului de schimb în scopul convergenței rapide între structurile prețurilor relative interne și internaționale. Pentru fazele ulterioare ale tranziției, modelul indică mărirea graduală a flexibilității cursului de schimb în paralel cu realizarea convergenței prețurilor relative și cu întărirea capacității de a controla inflația prin politici macroeconomice interne, monetare și fiscale.

Modelul secvențialității tipice a regimurilor cursului de schimb este relevant și în cazul României. Indiferent de denumirile oficiale ale regimurilor succesive, politica *de facto* a cursului de schimb a urmat în România calea mării graduale a flexibilității, deși cu ezitări și reveniri.

Rezultatele conformării cu prescripțiile modelului au fost parțiale în România. Estimări indicative confirmă o tendință lentă de convergență a prețurilor bunurilor necomercializabile. În schimb, decalajul dintre prețurile interne și cele internaționale s-a amplificat în cazul bunurilor comercializabile. În perioada 1990-1999, raportul dintre prețurile interne și cele internaționale a urmat un trend descrescător pentru bunurile comercializabile și crescător pentru bunurile necomercializabile. În anul 1999, prețurile interne atât ale bunurilor comercializabile, cât și ale bunurilor necomercializabile erau cu mult sub prețurile internaționale.

**Tabelul nr.2. Raportul dintre prețurile interne și cele internaționale\*)**

	Total economie	Bunurile comercializabile	Bunurile necomercializabile**)
1990	0,76	0,95	0,41
1991	0,57	0,70	0,42
1992	0,42	0,52	0,33
1993	0,51	0,65	0,37
1994	0,56	0,72	0,38
1995	0,59	0,75	0,43
1996	0,57	0,73	0,41
1997	0,60	0,72	0,47
1998	0,69	0,76	0,63
1999	0,57	0,61	0,54

\*) Estimat în conformitate cu metodologia tabelului intrări-ieșiri. Raportul dintre prețurile interne și cele internaționale pentru bunurile comercializabile în anul 1990 a fost determinat pe baza statisticilor tabelului intrări-ieșiri privind evaluarea comerțului exterior în prețuri interne și externe. În anul 1990, s-a menținut obligativitatea raportării comerțului exterior atât în prețuri interne, cât și în prețuri externe. Raportul dintre prețurile interne și cele internaționale pentru bunurile necomercializabile în anul 1990 este estimat pe baza statisticilor oficiale, compilate în cadrul participării României la proiectul european de comparație a prețurilor. Pentru anii 1991-1999, raportul dintre prețurile interne și cele internaționale este determinat pe baza raportului din 1990, prin înmulțirea acestuia cu deflatorul intern al valorii adăugate și împărțirea sa cu indicele cursului nominal de schimb și cu deflatorul extern al valorii adăugate, în conformitate cu regula parității puterii de cumpărare.

\*\*) Includ, conform clasificării din tabelul intrări-ieșiri, energia electrică, energia termică, distribuția gazului natural, distribuția apei, construcțiile, comerțul, hotelurile și restaurantele, transporturile, telecomunicațiile, serviciile financiare, bancare și de asigurări, tranzacțiile imobiliare, serviciile industriale, administrația publică și apărarea națională, serviciile sociale, colective și personale. Restul economiei este agregat în grupa bunurilor comercializabile.

Sursa: Estimări pe baza datelor Băncii Naționale a României și ale Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 9  
Raportul dintre prețurile interne și cele internaționale pentru bunurile comercializabile (PC) și trendul acestuia (TR\_PC)

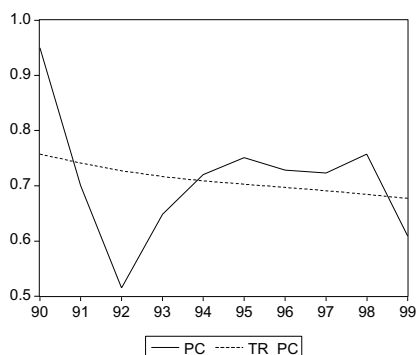
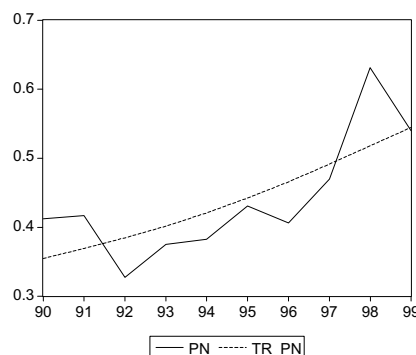


Figura 10  
Raportul dintre prețurile interne și cele internaționale pentru bunurile necomercializabile (PN) și trendul acestuia (TR\_PN)



Este interesant de remarcat faptul că estimările raportului dintre prețurile interne și cele internaționale implică un curs de schimb la paritatea puterii de cumpărare mai puțin subevaluat comparativ cu datele oficiale obținute din proiectul european de comparație a prețurilor. Paritatea oficială a puterii de cumpărare corespunde unui decalaj mai amplu dintre prețurile interne și cele internaționale comparativ cu estimările prezentate în Tabelul 2.

	Efectiv	Paritatea puterii de cumpărare	
		Oficială	Estimată
1990	22	10	17
1991	76	29	44
1992	308	82	129
1993	760	238	390
1994	1 655	557	923
1995	2 033	734	1 199
1996	3 083	1 038	1 762
1997	7 168	2 510	4 269
1998	8 876	3 891	6 092
1999	15 333	5 592	8 735

Sursa: Estimări pe baza datelor Băncii Naționale a României și ale Comisiei Naționale pentru Statistică.

Din considerente ce țin de eficiența alocării resurselor, prețurile bunurilor trebuie să reflecte costurile lor de oportunitate. Pentru bunurile comercializabile, costul de oportunitate este egal cu prețul internațional. Pentru bunurile necomercializabile, costul de oportunitate corespunde costului marginal pe termen lung. În cazul bunurilor necomercializabile, comparația anterioară dintre prețurile interne și cele internaționale presupune că cele din urmă aproximează costurile marginale pe termen lung.

În țările din Europa Centrală și de Est care sunt mai avansate în tranziția la economia de piață, tendința de convergență a prețurilor relative ale bunurilor comercializabile este evidentă. Pentru bunurile necomercializabile, decalajul dintre prețurile interne și cele internaționale este încă semnificativ.

Trendurile raportului dintre prețurile interne și cele internaționale – descrescător pentru bunurile comercializabile și crescător pentru bunurile necomercializabile – au fost însoțite de aprecierea cursului intern real de schimb. În perioada 1990-1999, cursul intern real de schimb s-a apreciat cu circa 47 la sută. Estimările anuale ale cursului intern real de schimb pentru perioada 1990-1999 sunt în concordanță cu estimările lunare pentru perioada 1997-1999.

Cursul intern real de schimb nu este un instrument de politică economică, ci o variabilă endogenă al cărei nivel este determinat de ceilalți indicatori macroeconomici. Politica economică nu poate să modifice cursul intern real de schimb în mod nemijlocit. Pentru a-și realiza obiectivele



privind nivelul general al prețurilor sau produsul intern brut real, decidenții au acces direct la deprecierea cursului nominal de schimb, precum și la instrumentele politicilor monetare și fiscale.

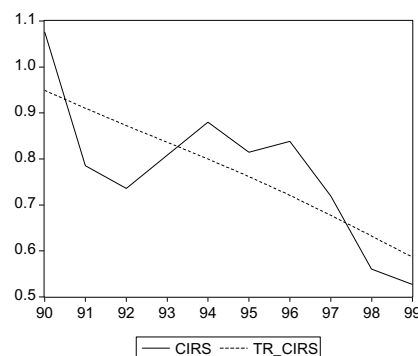
**Tabelul nr.4. Cursul intern real de schimb\*)**

	(1989=100)
1990	108
1991	78
1992	74
1993	81
1994	88
1995	81
1996	84
1997	72
1998	56
1999	53

\*)Calculat ca raport între deflatorii valorii adăugate pentru bunurile comercializabile și pentru bunurile necomercializabile.

Sursa: Estimări pe baza datelor Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 11  
Cursul intern real de schimb (CIRS) și  
trendul acestuia (TR\_CIRS)



Cursul intern real de schimb evidențiază importanța competitivității internaționale a producției interne, ca premisă a dezvoltării economice rapide. Competitivitatea internațională a producției interne depinde de controlul costului unitar cu forța de muncă, care, la rândul său, implică trei cerințe<sup>8</sup>. Prima dintre acestea impune menținerea creșterii salariului real în limitele creșterii productivității muncii. A doua cerință se referă la reducerea inflației, astfel încât creșterile prețurilor bunurilor necomercializabile să nu fie excesive față de creșterile prețurilor bunurilor comercializabile, care sunt restricționate de piețele externe. A treia cerință arată necesitatea ajustării cursului nominal de schimb în cazurile în care primele două cerințe nu sunt respectate.

În măsura în care, din cauza politicilor privind piața muncii sau a incapacității politicilor macro-economice de a controla inflația, salariul real devansează productivitatea muncii, cursul nominal de schimb trebuie să se deprecieze pentru a se aduce costul unitar cu forța de muncă la un nivel competitiv.

Menținerea costului unitar la un nivel corespunzător din perspectiva competitivității internaționale a producției interne este esențială în economiile în tranziție. Spre deosebire de situația din economiile dezvoltate, sectorul afacerilor din țările în tranziție nu are bilanțurile contabile suficient de puternice pentru a asigura supraviețuirea în cazul unor șocuri exogene temporare. Dacă un

<sup>8</sup> Azizur Rahman Khan, M. Muqtada, editori (1997): „Employment Expansion and Macroeconomic Stability under Increasing Globalization”, International Labour Office Studies Series, p. 1-2.

șoc exogen induce creșteri salariale excesive, atunci costul unitar cu forța de muncă determină contracția profitului unitar de la un nivel care este încă foarte redus.

În cazul României, costul unitar cu forța de muncă, măsurat prin ponderea costului total al acestuia în cifra de afaceri, a înregistrat un trend descrescător atât pentru bunurile comercializabile, cât și pentru cele necomercializabile. Reducerea costului unitar cu forța de muncă a fost mai amplă pentru bunurile necomercializabile decât pentru cele comercializabile. În anul 1999, costul unitar a fost mai mic decât nivelul său din 1989 cu 30 la sută pentru bunurile comercializabile și cu 37 la sută pentru cele necomercializabile.

**Tabelul nr.5. Costul unitar cu mâna de lucru<sup>1)</sup>**  
**(Ponderea costului total cu mâna de lucru în cifra de afaceri, %)**

	Total economie	Bunurile comercializabile	Bunurile necomercializabile
1990	21,2	18,4	27,3
1991	17,3	13,6	24,4
1992	15,9	13,6	19,6
1993	16,6	13,2	22,0
1994	16,2	12,5	22,2
1995	16,3	12,4	22,0
1996	15,2	11,6	20,6
1997	12,7	9,5	17,0
1998	13,0	10,9	15,5
1999	13,5	11,0	16,1

<sup>1)</sup> Include salariile nete și cotizațiile sociale, în conformitate cu metodologia conturilor naționale ale României.

Sursa: Estimări pe baza datelor Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 12  
Costul unitar cu forța de muncă pentru bunurile comercializabile (CMLC) și trendul acestuia (TR\_CMLC)

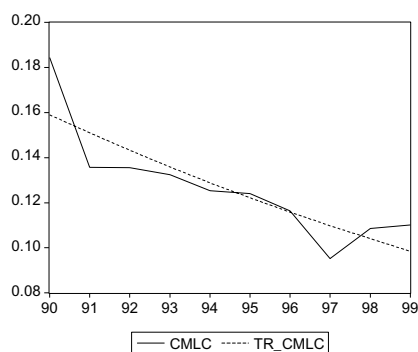
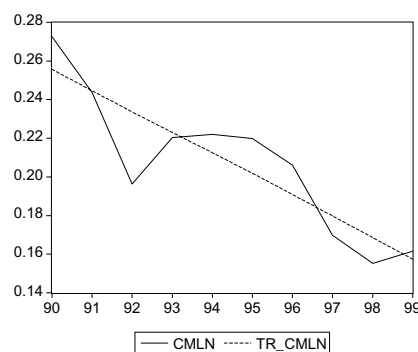


Figura 13  
Costul unitar cu forța de muncă pentru bunurile necomercializabile (CMLN) și trendul acestuia (TR\_CMLN)



Trendul descrescător al costului unitar cu forța de muncă a fost însoțit de un trend crescător al valorii adăugate unitare, măsurată prin ponderea valorii adăugate totale în cifra de afaceri. Pentru bunurile comercializabile, valoarea adăugată unitară a crescut de la 32 la sută în 1989 la 38 la sută în 1999. Creșterea valorii adăugate unitare pentru bunurile necomercializabile a fost mai semnificativă: de la 41 la sută în 1989 la 55 la sută în 1999. Trendul crescător al valorii adăugate unitare indică reducerea graduală a intensității materiale a producției.

În condițiile creșterii valorii adăugate unitare și ale reducerii costului unitar cu forța de muncă, excedentul brut unitar de exploatare, măsurat prin ponderea excedentului brut total de exploatare în cifra de afaceri, a înregistrat un trend crescător. În 1999, excedentul brut unitar de exploatare a fost 26 la sută pentru bunurile comercializabile și 35 la sută pentru bunurile necomercializabile, comparativ cu 16 la sută și, respectiv, 12 la sută în 1989.

**Tabelul nr.6. Valoarea adăugată unitară\*)**  
**(Ponderea valorii adăugate totale în cifra de afaceri, %)**

	Total economie	Bunurile comercializabile	Bunurile necomercializabile
1990	37,7	35,4	42,7
1991	37,5	31,5	48,8
1992	38,7	30,6	51,6
1993	42,9	35,3	55,0
1994	45,8	38,4	57,8
1995	44,4	37,2	54,7
1996	42,3	36,2	51,6
1997	43,3	37,3	51,5
1998	44,7	36,6	54,0
1999	45,9	38,1	54,6

\*) Include costul cu mâna de lucru, impozitele legate de producție minus subvențiile de exploatare, excedentul brut de exploatare. În conturile naționale ale României, impozitele legate de producție cuprind impozitul pe salarii, impozitele pe clădiri și pe mijloacele de transport, alte impozite legate de producție.

Sursa: Estimări pe baza datelor Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 14

Valoarea adăugată unitară pentru bunurile comercializabile (VADC) și trendul acesteia (TR\_VADC)

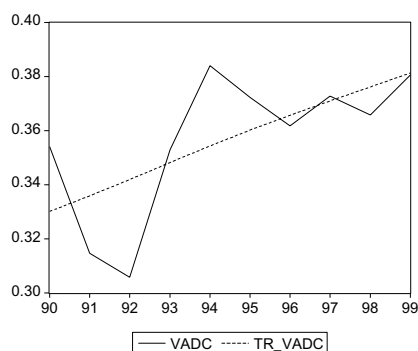
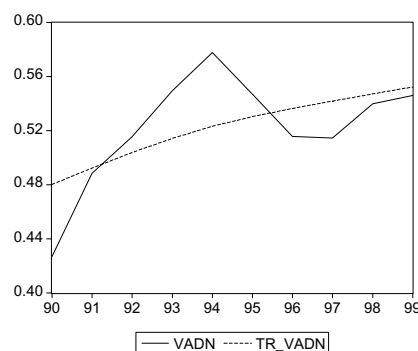


Figura 15

Valoarea adăugată unitară pentru bunurile necomercializabile (VADN) și trendul acesteia (TR\_VADN)



**Tabelul nr.7. Excedentul brut unitar de exploatare  
(Ponderea excedentului brut total de exploatare în cifra de afaceri, %)**

	Total economie	Bunurile comercializabile	Bunurile necomercializabile
1990	16,7	18,3	13,2
1991	18,7	17,5	20,8
1992	21,7	17,4	28,6
1993	24,2	21,0	29,1
1994	27,4	25,1	31,0
1995	25,7	24,0	28,2
1996	24,7	23,6	26,5
1997	28,5	26,9	30,8
1998	29,5	24,5	35,2
1999	30,1	25,7	34,9

Sursa: Estimări pe baza datelor Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 16

Excedentul brut unitar de exploatare pentru bunurile comercializabile (EBEC) și trendul acestuia (TR\_EBEC)

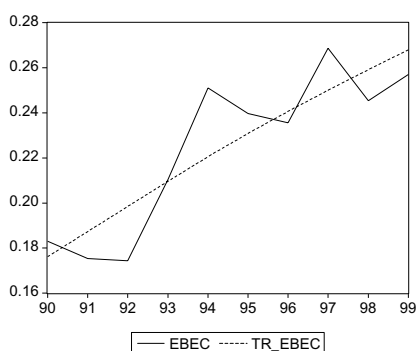
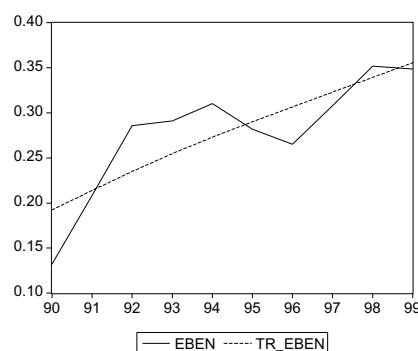


Figura 17

Excedentul brut unitar de exploatare pentru bunurile necomercializabile (EBEN) și trendul acestuia (TR\_EBEN)



Pe fondul reducerii intensității materiale și a costului unitar cu mâna de lucru, aprecierea cursului intern real de schimb nu a contribuit la înrăutățirea competitivității internaționale a producției interne pe termen mediu. În perioada 1990-1999, atât exportul, cât și importul au crescut relativ la produsul intern brut. Ponderea exportului de bunuri la prețuri FOB în produsul intern brut a crescut de la 20 la sută în 1989 la 25 la sută în 1999. Importul de bunuri la prețuri FOB a reprezentat 28 la sută din produsul intern brut în 1999, comparativ cu numai 16 la sută în 1989.

Performanțele României în ceea ce privește creșterea economică și inflația au fost însă slabe. Trendul ratei produsului intern brut real a fost crescător până în 1995, după care s-a aplatizat; rata corespunzătoare trendului a rămas negativă din 1990 și până în 1999.

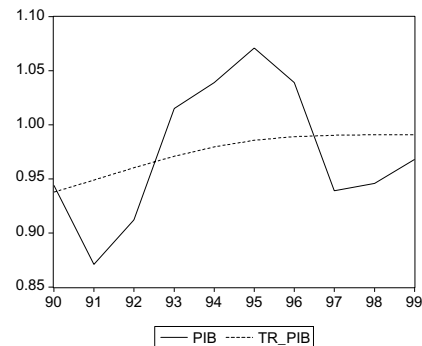
**Tabelul nr.8. Indicele produsului intern brut real**

(Anul precedent=100)	
1990	94,4
1991	87,1
1992	91,2
1993	101,5
1994	103,9
1995	107,1
1996	103,9
1997	93,9
1998	94,6
1999	96,8

Sursa: Estimări pe baza datelor Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 18

Indicele în lanț al produsului intern brut real (PIB) și trendul acestuia (TR\_PIB)



Inflația, măsurată pe baza deflatorului valorii adăugate, a persistat la rate înalte, dar trendul său a fost descrescător. Inflația ridicată a fost însoțită de o depreciere semnificativă a cursului nominal de schimb.

**Tabelul nr.9. Deflatorul valorii adăugate și cursul nominal de schimb**  
(Anul precedent=100)

	Deflatorul valorii adăugate	Cursul nominal de schimb*)
1990	112,0	150,3
1991	297,2	340,6
1992	314,6	403,1
1993	304,1	246,8
1994	237,1	217,8
1995	135,7	122,8
1996	147,2	151,6
1997	246,6	232,5
1998	150,8	123,8
1999	145,7	172,8

\*)Medie anuală.

Sursa: Estimări pe baza datelor Băncii Naționale a României și ale Comisiei Naționale pentru Statistică.

Figura 19

Deflatorul în lanț al valorii adăugate (DEFL) și trendul acestuia (TR\_DEFL)

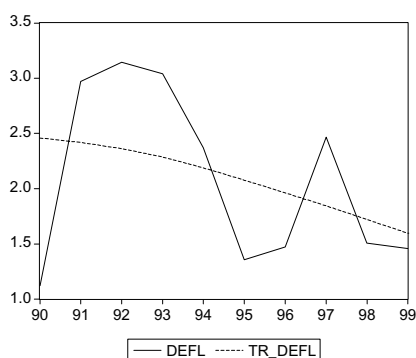
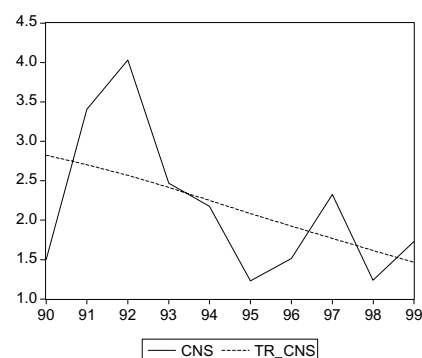


Figura 20

Indicele în lanț al cursului nominal de schimb (CNS) și trendul acestuia (TR\_CNS)



La prima vedere, performanțele slabe ale României în ceea ce privește nu numai convergența prețurilor relative, ci și creșterea economică, precum și inflația sunt surprinzătoare în condițiile trendurilor pozitive ale competitivității internaționale a producției interne. Trendurile pozitive pe termen mediu au fost însă rezultatul unei dinamici perverse pe termen scurt, cu impact negativ în ceea ce privește inflația și creșterea economică.

În conformitate cu implicațiile acceptate de politică economică, deprecierea cursului nominal de schimb este necesară pentru corectarea unei creșteri excesive a costului unitar cu mâna de lucru, care erodează competitivitatea internațională a producției interne și înrăutățește contul curent extern. În teorie, deprecierea nominală reduce salariul real în termenii bunurilor comercializabile. Dacă prețurile bunurilor necomercializabile rămân constante, atunci cursul intern real de schimb – reflectând prețurile relative ale bunurilor comercializabile – crește. Acest fapt generează realocări dinspre bunurile necomercializabile înspre cele comercializabile (efectul de realocare). În măsura în care există rigidități nominale și iluzie monetară, reducerea salariului real în termenii bunurilor comercializabile prin depreciere nominală este preferabilă în raport cu reducerea salariului nominal.

Deprecierea nominală a cursului de schimb tinde să mărească prețul relativ al bunurilor comercializabile, fiind recomandată ca politică de realocare a producției și a absorbției interne. Pe latura de ofertă, resursele mobile se transferă dinspre bunurile necomercializabile înspre cele comercializabile. Pe latura de cerere, se induc realocări ale absorbției interne dinspre bunurile comercializabile înspre cele necomercializabile. Pe termen scurt, realocarea tinde să fie mai puternică pe latura cererii decât pe cea a ofertei. Oricum, se consideră că realocarea indusă de deprecierea nominală se regăsește în îmbunătățirea contului curent extern.

În teorie, deprecierea nominală reduce și absorbția internă agregată prin impactul deflaționist al creșterii prețurilor bunurilor comercializabile asupra masei monetare reale (efectul de reducere a absorbției). În orice caz, deprecierea nominală reușește doar prin excepție să aducă întreaga reducere de absorbție internă care este necesară pentru controlul presiunilor inflaționiste interne.

Politica de realocare – respectiv deprecierea nominală – este, în sine, insuficientă<sup>9</sup>. Dacă prețurile relative ale bunurilor comercializabile cresc pe seama unei politici pure de realocare, atunci efectul imediat este, într-adevăr, îmbunătățirea poziției externe. Absorbția internă a bunurilor comercializabile se reduce, iar oferta lor eventual crește. Acestea nu sunt însă efectele finale. Piața bunurilor necomercializabile este afectată negativ. La prețuri absolute constante ale bunurilor necomercializabile, absorbția lor este stimulată, în timp ce resursele se transferă înspre producția bunurilor comercializabile. În consecință, prețurile bunurilor necomercializabile cresc în scopul eliminării absorbției lor excedentare. Ipoteza de bază este că prețurile bunurilor

---

<sup>9</sup> W. M. Corden (1981), „Inflation, Exchange Rates, and the World Economy. Lectures on International Monetary Economics”, The University of Chicago Press, pp. 7-11.

necomercializabile sunt flexibile la creștere, deși sunt rigide la reducere. Prin creșterea ulterioară a prețurilor bunurilor necomercializabile, politica inițială de realocare este anulată.

Pentru a atinge două obiective – competitivitatea internațională și, respectiv, controlul inflației interne – sunt necesare două politici. Deprecierea nominală în sine nu poate să îmbunătățească poziția externă și, simultan, să reducă inflația internă. A doua politică necesară trebuie să vizeze absorbția internă. Reducerea acesteia prin politici monetare sau fiscale este însoțită de contracția cererii pentru bunurile necomercializabile și controlul inflației, dar cu prețul unui șomaj mai ridicat. Politicile monetare sau fiscale vizând absorbția internă induc și contracția cererii interne pentru bunurile comercializabile, descurajând importul și încurajând oferta de export.

Politica economică a României în perioada 1990-1999 pare să fi vizat două obiective majore: contul curent extern și șomajul. În ciuda declarațiilor oficiale, inflația pare să fi constituit un obiectiv secundar. Cursul nominal de schimb a fost utilizat în mod agresiv din considerente ținând de competitivitatea internațională a producției interne și de contul curent extern în bună măsură fără politici de acompaniament pe latura absorbției, care ar fi agravat șomajul.

Creșterea prețurilor bunurilor comercializabile ca urmare a rundelor de depreciere nominală a fost urmată de creșteri ale prețurilor bunurilor necomercializabile din cauza indisciplinei macroeconomice, a indexării automate a prețurilor utilităților, precum și a efectelor de demonstrație. Creșterile prețurilor bunurilor necomercializabile au fost suficient de mari pentru a anula efectul deprecierei nominale asupra prețurilor relative.

România a rămas prinsă în spirala deprecierei nominale și a inflației. Deprecierea cvasicontinuuă a cursului nominal de schimb a contribuit la persistența anticipațiilor inflaționiste cu impact negativ asupra trendului produsului intern brut și asupra ratelor inflației. Dinamica economică perversă pe termen scurt nu a determinat înrăutățirea competitivității internaționale pe termen mediu, dar se pare că a avut un impact negativ în sensul încetinirii ajustărilor pe latura ofertei.

În condițiile dinamicii perverse pe termen scurt, răspunsul prețurilor interne la rundele succesive de depreciere nominală a fost mai rapid pentru bunurile necomercializabile decât pentru cele comercializabile. Prețurile interne ale bunurilor comercializabile par să nu fi fost suficient de flexibile la creștere pentru a ține pasul cu viteza deprecierei. Acest fapt explică trendurile raportului dintre prețurile interne și cele internaționale: divergență pentru bunurile comercializabile și convergență pentru cele necomercializabile.

Încercările de a rupe dinamica perversă pe termen scurt prin impunerea administrativă a rigidității la creștere pentru prețurile bunurilor necomercializabile au eșuat. Efectul imediat al rigidității la creștere a fost acumularea de economii involuntare corespunzând cererii excedentare. În cele din urmă, cererea excedentară se regăsește pe piețele bunurilor comercializabile, determinând o nouă rundă de depreciere nominală.

Din perspectiva politicii monetare, cazul României consolidează concluzia generală privind urmărirea consecventă a obiectivului fundamental al stabilității prețurilor. Politica monetară nu poate fi utilizată decât pentru atingerea unui singur obiectiv. Banca centrală renunță implicit la obiectivul stabilității prețurilor atunci când vizează competitivitatea internațională a producției interne, ținând, în acest scop, deprecieri cursului nominal de schimb.

Opinia dominantă a economiștilor susține că, în cazul unei rate relativ ridicate a inflației, cursul nominal de schimb poate fi ales ca țintă intermediară a politicii monetare. În acest cadru, ținerea cursului de schimb nu are însă în vedere competitivitatea internațională a producției interne, ci vizează stabilitatea prețurilor.

În România, lipsa de consecvență în subordonarea politicii monetare unui singur obiectiv a condus la oscilații între perioadele de control al cursului nominal de schimb în scopul reducerii inflației și perioadele de depreciere nominală vizând competitivitatea cu prețul unor pierderi pe frontul antiinflaționist.

Într-o abordare pe termen lung, Banca Națională a României ar trebui să renunțe la aranjamentul ținării deprecierii nominale a cursului de schimb în scopul asigurării competitivității internaționale a producției interne. În această abordare, Banca Națională a României ar trebui să țintească masa monetară și să lase cursul nominal de schimb să floteze liber. Logica politicii monetare ar deveni simplă, transparentă, dar și riguroasă, ținerea masei monetare fiind utilizată pentru atingerea obiectivului fundamental privind nivelul general al prețurilor. Prin urmărirea stabilității prețurilor pe termen lung în condițiile unui curs liber de schimb, comportamentul Băncii Naționale a României ar dobândi, pe lângă consecvență, și a doua trăsătură obligatorie pentru orice bancă centrală: credibilitatea. Competitivitatea internațională a producției interne ar putea deveni, de exemplu, obiectivul politicii fiscale, deși importanța politicilor structurale vizând atât flexibilitatea pieței muncii, cât și restructurarea utilităților nu trebuie subestimată.

Reducerea inflației este esențială în condițiile în care cursul de schimb este lăsat să floteze liber pentru a absorbi șocurile exogene fără a induce deviații persistente de la trendurile de creștere economică și de convergență a prețurilor relative. În caz contrar, România va rămâne doar o ilustrare remarcabilă a faptului că deprecierea cursului nominal de schimb nu constituie o excepție de la regula principală conform căreia în economie nimic nu este gratis.



#### 4. Prețurile relative – sursă de incertitudine în politica monetară

Dezvoltarea economică tinde să fie însoțită de aprecierea cursului intern real de schimb. Se pot identifica două cauze ale acestui trend. Prima cauză se referă la elasticitatea supraunitară a cererii pentru bunurile necomercializabile în raport cu venitul<sup>10</sup>. Pe măsura dezvoltării, creșterea cererii pentru bunurile necomercializabile devansează creșterea venitului. Presiunea cererii determină creșterea prețurilor relative ale bunurilor necomercializabile în raport cu cele comercializabile, ceea ce este echivalent cu aprecierea cursului intern real de schimb. În economiile dezvoltate, cursul intern real de schimb este mai redus deoarece bunurile necomercializabile sunt mai scumpe: o cantitate mai mare de bunuri comercializabile se schimbă cu o cantitate mai mică de bunuri necomercializabile decât în economiile în curs de dezvoltare.

A doua cauză a aprecierii cursului intern real de schimb este legată de creșterea mai rapidă a productivității mâinii de lucru pentru bunurile comercializabile decât pentru cele necomercializabile<sup>11</sup>. Creșterea productivității mâinii de lucru nu se regăsește în reducerea prețurilor bunurilor comercializabile deoarece acestea sunt restricționate de piețele internaționale. Dacă mâna de lucru devine mai productivă, atunci salariul în producția bunurilor comercializabile crește. În condițiile mobilității intersectoriale a mâinii de lucru, salariul ridicat din producția bunurilor comercializabile antrenează creșteri salariale și în producția bunurilor necomercializabile. Concluzia care se desprinde este că prețurile bunurilor necomercializabile cresc, determinând aprecierea cursului intern real de schimb.

Din perspectiva dezvoltării economice, se poate anticipa că aprecierea cursului intern real de schimb va câștiga în viteză și în România. Este însă evident că șocurile exogene vor continua, ca în perioada 1990-1999, să determine fluctuații temporare ale cursului intern real de schimb în jurul trendului său descrescător pe termen lung.

Pentru a ilustra răspunsul economiei României, inclusiv al cursului intern real de schimb, dar și al celorlalte prețuri relative agregate, la diferite șocuri exogene se utilizează un model calculabil de echilibru economic general. Modelul utilizat este consacrat sub denumirea de modelul 1-2-3, delimitându-se de abordarea neoclastică standard, în cadrul căreia toate bunurile sunt comercializabile și perfect substituibile cu producția internă. Modelele empirice care încorporează ipotezele neoclasice acceptă „legea prețului unic” sub forma convergenței dintre prețurile relative interne și internaționale. În aplicațiile empirice, modelul neoclastic standard conduce la specializare extremă în comerțul internațional și la modificări nerealiste ale prețurilor relative interne ca răspuns la șocuri exogene externe. Transformabilitatea și substituibilitatea imperfecte din modelul 1-2-3 generează rezultate mult mai realiste. Toate bunurile produse pe plan intern care nu sunt exportate sunt *de facto* tratate ca necomercializabile.

<sup>10</sup> Emil-Maria Claassen (1997): „Global Monetary Economics”, Oxford University Press, p. 170-179.

<sup>11</sup> Bela Balassa (1964): „The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal”, *Journal of Political Economy*, 72, pp. 584-596. Paul Samuelson (1964): „Theoretical Notes on Trade Problems”, *Review of Economics and Statistics*, 46, pp. 145-154.

Modelul 1-2-3 se referă la o economie cu două sectoare de producție și trei bunuri<sup>12</sup>. Primul sector produce un bun E care este exportat și nu este cerut pe piața internă. Al doilea sector produce un bun X care este vândut doar pe piața internă. Al treilea bun M este importat, nefiind produs pe plan intern. Ecuatiile modelului reflectă fluxurile reale, prețurile, fluxurile nominale, precum și condițiile de echilibru.

Ecuatiile privind fluxurile reale se bazează pe două funcții cu elasticități constante de transformare și, respectiv, de substituție.

Combi-națiunile de bunuri E și  $X_O$  pe care economia le oferă sunt determinate pe baza unei funcții cu elasticitate constantă de transformare:

$$V = \alpha_V \cdot [\delta_V \cdot E^{p_V} + (1 - \delta_V) \cdot X_O^{p_V}]^{\frac{1}{p_V}}$$

unde:  $p_V > 1$

V reprezintă producția agregată. Deoarece nu există bunuri intermediare, V coincide cu valoarea adăugată reală. Elasticitatea de transformare  $\sigma_V$  este dată de relația:

$$\sigma_V = \frac{1}{p_V - 1}$$

Raportul eficient dintre exportul real E și oferta internă de producție  $X_O$  depinde de prețul intern al exportului  $P_E$  și prețul producției interne la producător  $P_P$  conform relației:

$$\frac{E}{X_O} = \left[ \frac{(1 - \delta_V) \cdot P_E}{\delta_V \cdot P_P} \right]^{\sigma_V}$$

Combi-națiunile de bunuri M și  $X_C$  care sunt cerute pe piața internă sunt determinate pe baza unei funcții cu elasticitate constantă de substituție:

$$A_O = \alpha_A \cdot [\delta_A \cdot M^{p_A} + (1 - \delta_A) \cdot X_C^{p_A}]^{\frac{1}{p_A}}$$

unde:  $p_A < 1$

$A_O$  reprezintă oferta de absorbție internă. Elasticitatea de substituție  $\sigma_A$  este dată de relația:

$$\sigma_A = \frac{1}{1 - p_A}$$

---

<sup>12</sup> Shantayanan Devarajan, Delfin S. Go, Jeffrey D. Lewis, Sherman Robinson, Pekka Sinko (1994): „Policy Lessons from a Simple-Open Economy Model”, Policy Research Working Paper 1375, World Bank.

Raportul eficient dintre importul real  $M$  și cererea internă de producție  $X_C$  depinde de prețul intern al importului  $P_M$  și prețul producției interne la producător  $P_P$  conform relației:

$$\frac{M}{X_C} = \left[ \frac{\delta_A \cdot P_P}{(1 - \delta_A) \cdot P_M} \right]^{\sigma_A}$$

Ecuatiile privind prețurile determină deflatorul valorii adăugate  $P_V$ , deflatorul absorbției interne  $P_A$ , precum și prețurile interne ale exportului  $P_E$  și ale importului  $P_M$ . Deflatorul valorii adăugate  $P_V$  se determină conform relației:

$$P_V = \frac{P_P \cdot X_O + P_E \cdot E}{X_O + E}$$

Deflatorul absorbției interne  $P_A$  rezultă din relația:

$$P_A = \frac{P_P \cdot X_C + P_M \cdot M}{X_C + M}$$

Prețul intern al exportului  $P_E$  depinde de prețul internațional  $P_{\$E}$  și de cursul de schimb  $e$ , conform relației:

$$P_E = P_{\$E} \cdot e$$

Prețul intern al importului  $P_M$  depinde de prețul internațional  $P_{\$M}$ , de cursul de schimb  $e$  și de rata taxelor vamale  $t_M$ , conform relației:

$$P_M = P_{\$M} \cdot e \cdot (1 + t_M)$$

În condițiile în care se acceptă proprietatea de neutralitate a banilor, deciziile economice sunt luate în funcție de prețurile relative. Din punct de vedere formal, aceasta înseamnă că modelul este omogen în raport cu toate prețurile. Prin fixarea unuia dintre prețuri la un nivel egal cu unitatea, se alege un numerar care reprezintă etalonul pentru măsurarea celorlalte variabile ale modelului. În varianta modelului pentru România, bunul produs pentru a fi vândut doar pe piața internă este ales ca numerar, astfel încât se presupune că prețul producției interne la producător  $P_P$  este egal cu unitatea:

$$P_P = 1$$

Prin urmare, toate celelalte prețuri ale modelului se măsoară relativ la prețul producției interne la producător. Cursul de schimb  $e$  corespunde accepțiunii neoclasice a cursului real de schimb: prețul relativ al bunurilor comercializabile ( $E$  sau  $M$ ) în raport cu bunul necomercializabil ( $X$ ). Prețul internațional al exportului  $P_{\$E}$  și cel al importului  $P_{\$M}$  sunt exogene.

Ecuțiile privind fluxurile nominale sunt sistematizate pe trei sectoare instituționale. Sectorul guvernamental corespunde sferei de cuprindere a bugetului consolidat al administrației publice. Sectorul extern încorporează tranzacțiile de cont curent cu semn opus. Restul economiei este agregat în sectorul privat.

Venitul disponibil al sectorului guvernamental  $Y^G$  este dat de relația:

$$Y^G = T_I + T_M + T_D + TR^{EG} - Y^{GE} - TR^{GP}$$

în care semnificația notațiilor este:  $T_I$  impozitele indirecte nete (exclusiv taxele vamale);  $T_M$  taxele vamale;  $T_D$  impozitele directe;  $TR^{EG}$  transferurile externe nete către sectorul guvernamental;  $Y^{GE}$  plățile externe nete ale factorilor (dobânzile la datoria publică externă);  $TR^{GP}$  transferurile guvernamentale nete către sectorul privat.

Ecuțiile privind impozitele iau în considerare bazele și ratele respective de impozitare:

$$T_I = A_C \cdot P_A \cdot t_I$$

$$T_M = M \cdot P_{\$M} \cdot e \cdot t_M$$

$$T_D = V \cdot P_V \cdot t_D$$

Transferurile externe nete către sectorul guvernamental, plățile externe nete ale factorilor sub forma dobânzilor la datoria publică externă, precum și transferurile guvernamentale nete către sectorul privat sunt exogene.

Economiile guvernamentale nete  $S^G$  rezultă din relația:

$$S^G = Y^G - G$$

unde consumul guvernamental nominal  $G$  este exogen.

Economiile externe  $S^E$  sunt egale cu soldul contului curent cu semn opus:

$$S^E = (M \cdot P_{\$M} \cdot e - E \cdot P_{\$E} \cdot e) + (Y^{GE} - Y^{EP}) - (TR^{EG} + TR^{EP})$$

unde  $Y^{EP}$  reprezintă veniturile externe nete ale factorilor, iar  $TR^{EP}$  desemnează transferurile externe nete către sectorul privat, stabilite exogen.

Venitul disponibil al sectorului privat  $Y^P$  este dat de relația:

$$Y^P = P_V \cdot V + Y^{EP} + TR^{EP} + TR^{GP} - T_D$$

Economiile private  $S^P$  rezultă din relația:

$$S^P = Y^P - C$$

unde consumul privat nominal  $C$  se determină cu ajutorul înclinației medii spre consum  $c$ , conform relației:

$$C = c \cdot Y^P$$

Condițiile de echilibru reflectă egalitatea *ex-ante* dintre oferta internă  $X_O$  și cererea internă de producție  $X_C$ :

$$X_O = X_C$$

precum și dintre oferta  $A_O$  și cererea de absorbție internă  $A_C$ :

$$A_O = A_C$$

Cererea de absorbție internă rezultă din relația:

$$A_C \cdot P_A = C + I + G$$

unde  $I$  reprezintă investițiile nominale.

Modelul adoptă o abordare simplă a investițiilor, presupunând că acestea sunt egale, prin definiție, cu economiile:

$$I = S^G + S^E + S^P$$

Modelul este rezolvat ca o problemă de programare matematică în care criteriul de optimizare este maximizarea absorbției interne reale:

$$\max(A_O)$$

Restricțiile explicitează capacitatea macroeconomică de producție, precum și ponderile economiilor din sectorul guvernamental și cel extern în valoarea adăugată nominală. Restricția privind capacitatea macroeconomică de producție este:

$$V \leq \bar{V}$$

unde  $\bar{V}$  coincide cu valoarea adăugată reală din anul 1989. Restricțiile privind ponderile economiilor din sectorul guvernamental și cel extern în valoarea adăugată sunt de forma:

$$\frac{S^G}{V \cdot P_V} = \left( \frac{S^G}{V \cdot P_V} \right)$$

$$\frac{S^E}{V \cdot P_V} = \left( \frac{S^E}{V \cdot P_V} \right)$$

Ponderea economiilor guvernamentale în valoarea adăugată este menținută la nivelul anului de bază. Ponderea economiilor externe în valoarea adăugată este precizată în funcție de conținutul scenariilor de simulare: șoc extern pozitiv în scenariile I și III, șoc extern negativ în scenariile II și IV.

Modelele calculabile de echilibru economic general nu sunt estimate, ci calibrate. Calibrarea se referă la reconstituirea anului de bază în cadrul modelului. Varianta modelului 1-2-3 pentru România este calibrată pentru anul 1997 pe baza conturilor naționale, care oferă o imagine completă și coerentă asupra tranzacțiilor din anul respectiv.

În ceea ce privește elasticitățile de transformare și de substituție, informațiile din conturile naționale sunt insuficiente pentru o identificare formală. Întrucât nu există estimări econometrice ale acestor elasticități pentru cazul României, s-a adoptat varianta identificării prin comparații internaționale. Experiența estimărilor pe plan internațional permite delimitarea următoarelor intervale pentru elasticitățile de transformare și de substituție: 0,3 pentru posibilități reduse de transformare sau substituție; 0,8 pentru posibilități relativ reduse de transformare sau substituție; 1,2 pentru posibilități relativ ridicate de transformare sau substituție; 3,0 pentru posibilități ridicate de transformare sau substituție. Analizele calitative sugerează posibilități relativ reduse de transformare și de substituție în cazul României, astfel încât modelul presupune că ambele elasticități sunt 0,6.

**Tabelul nr. 10. Parametrii modelului 1-2-3 pentru România  
(Prețul producției interne la producător=1,00)**

(Prețul producției interne la producător=1,00)	
Funcția cu elasticitate constantă a transformării	
$\sigma_V$	0,60
$\rho_V$	2,67
$\delta_V$	0,79
$\alpha_V$	2,26
Funcția cu elasticitate constantă a substituției	
$\sigma_A$	0,60
$\rho_A$	-0,67
$\delta_A$	0,29
$\alpha_A$	1,89
Capacitatea macroeconomică de producție	285 009,00
Rata consumului	0,82
Rata impozitelor indirecte nete <sup>*)</sup>	0,05
Rata taxelor vamale	0,04
Rata impozitelor directe	0,19

<sup>\*)</sup> Exclusiv taxele vamale, inclusiv alte impozite nete legate de producție.

**Tabelul nr.11. Variabilele exogene ale modelului 1-2-3 pentru România  
(Prețul producției interne la producător=1,00)**

Transferurile guvernamentale nete	
Sectorul privat	32 375
Sectorul extern	9
Veniturile externe nete ale factorilor	
Sectorul privat	-653
Sectorul guvernamental	-1 658
Transferurile externe nete	
Sectorul privat	4 608
Sectorul guvernamental	-9
Prețurile internaționale	
Exportul	1,00
Importul	0,96

**Tabelul nr.12. Rezultatele modelului 1-2-3 pentru România  
(Prețul producției interne la producător=1,00)**

	Scenariul				
	1997	I	II	III	IV
Cursul de schimb	1,00	0,97	1,03	0,87	1,04
Deflatorul valorii adăugate	1,00	0,99	1,01	0,99	1,01
Deflatorul absorbției interne	1,00	0,99	1,01	0,95	1,05
Produsul intern brut <sup>1)</sup>	249 118	247 320	250 950	246 404	251 988
Valoarea adăugată <sup>**)</sup>	235 502	233 685	237 355	232 942	238 211
Impozitele indirecte nete <sup>***)</sup>	13 615	13 635	13 595	13 462	13 777
Total resurse	344 587	342 290	346 900	337 627	351 869
Produsul intern brut <sup>*)</sup>	249 118	247 320	250 950	246 404	251 988
Importul <sup>****)</sup>	95 469	94 970	95 950	91 223	99 881
Total utilizari	344 587	342 290	346 900	337 627	351 869
Absorbția internă	270 791	271 190	270 392	267 739	274 017
Consumul privat	187 620	186 403	188 860	185 906	189 433
Consumul guvernamental	31 000	30 632	31 373	30 159	31 886
Investițiile	52 172	54 155	50 158	51 674	52 698
Exportul de bunuri și servicii	73 796	71 100	76 508	69 888	77 852
Economiile	52 172	54 155	50 158	51 674	52 698
Economiile private	39 967	39 708	40 231	39 602	40 353
Economiile guvernamentale	-3 373	-3 347	-3 400	-3 336	-3 412
Economiile externe	15 578	17 794	13 327	15 408	15 757

<sup>1)</sup> Exclusiv taxele vamale.

<sup>\*\*)</sup> Exclusiv alte impozite nete legate de producție.

<sup>\*\*\*)</sup> Exclusiv taxele vamale, inclusiv alte impozite nete legate de producție.

<sup>\*\*\*\*)</sup> Inclusiv taxele vamale.

Patru scenarii de șocuri exogene asupra economiei sunt simulate pe baza modelului. Scenariul I presupune intrări de capital care se concretizează în creșterea ponderii economiilor externe în valoarea adăugată cu 1 punct procentual (la 7,6 la sută de la 6,6 la sută în anul de bază). Scenariul II admite ieșiri de capital care determină reducerea ponderii economiilor externe în valoarea adăugată cu 1 punct procentual (de la 6,6 la sută în anul de bază la 5,6 la sută). Scenariul III presupune creșterea prețului internațional al exportului cu 10 la sută. Scenariul IV

admite creșterea prețului internațional al importului cu 10%. În scenariile III și IV, ponderea economiilor externe în valoarea adăugată este restricționată la nivelul din anul de bază (6,6 la sută).

Simulările pentru România confirmă că șocurile exogene pozitive (intrări de capital de 1 punct procentual din valoarea adăugată în scenariul I și creșterea prețului internațional al exportului cu 10 la sută în scenariul III) induc aprecierea cursului intern real de schimb. În schimb, șocurile exogene negative (ieșiri de capital de 1 punct procentual din valoarea adăugată în scenariul II și creșterea prețului internațional al importului cu 10 la sută în scenariul IV) determină deprecierea cursului intern real de schimb. În ambele cazuri, modificările celorlalte prețuri relative (deflatorii pentru valoarea adăugată și pentru absorbția internă în raport cu prețul producției interne la producător) tind să fie semnificative. În ipotezele celor patru scenarii, deprecierea cursului intern real de schimb tinde să fie expansionistă.

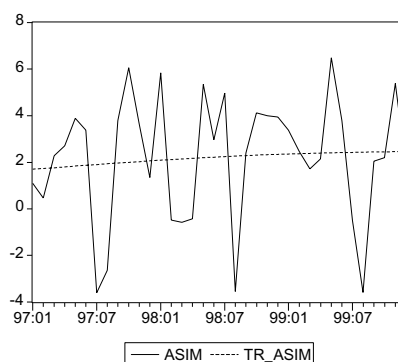
Răspunsul economiei la șocurile exogene depinde în mod critic de elasticitățile de transformare și de substituție, precum și de restricțiile impuse în cadrul problemei de programare matematică pentru rezolvarea modelului. Modelul poate fi utilizat pentru a demonstra că, în ipoteza unei elasticități supraunitare de substituție, amplitudinea aprecierii reale pe seama intrărilor de capital sau a creșterii prețului internațional al exportului, precum și amplitudinea deprecierei reale pe seama ieșirilor de capital sunt mai reduse. În aceeași ipoteză, cursul intern real de schimb nu se depreciază, ci se apreciază ca urmare a creșterii prețului internațional al importului.

Posibilitățile de substituție și de transformare se amplifică în timp, astfel încât răspunsul pe termen lung al economiei la șocurile exogene poate să fie diferit de reacția imediată, pe termen scurt. Se poate anticipa că transformarea sistemică a economiei românești va acționa în sensul creșterii elasticităților de substituție și de transformare. Anticiparea vitezei acestei creșteri este practic imposibilă, fapt care generează incertitudine cu privire la dimensiunile modificărilor de prețuri relative.

Potențialul de fluctuații din economia României nu se va reduce, ci, mai degrabă, se va amplifica. Presiunile în direcția creșterii mai rapide a prețurilor bunurilor necomercializabile față de prețurile bunurilor comercializabile se vor intensifica. Rigiditățile în ajustarea prețurilor relative (inclusiv a salariului real) vor fi eliminate doar gradual, astfel încât impactul lor asupra ratei inflației va rămâne semnificativ pentru o anumită perioadă de timp.

Rigiditatea prețurilor relative induce o limită a reducerii inflației. În perioada 1997-1999, coeficientul de

Figura 21  
Coeficientul de asimetrie pentru distribuția lunară a modificării prețurilor relative (ASIM) și trendul acestuia (TR\_ASIM)





asimetrie pentru distribuția lunară a modificării prețurilor relative a înregistrat cu precădere valori pozitive, fapt care indică o rigiditate semnificativă la reducere. Din această perspectivă, ajustarea prețurilor relative a fost mai degrabă cauză decât efect al inflației.

Implicația pentru politica monetară a României se referă la necesitatea ca alegerea obiectivului de inflație să ia în considerare dimensiunea ajustărilor de prețuri relative. Dezinflația excesivă în condițiile rigidității prețurilor relative are costuri mari în planul producției, este nesustenabilă și induce riscul încetinerii reformelor structurale. Reducerea inflației de la niveluri intermediare la niveluri reduse trebuie susținută de o țintă intermediară credibilă și consecvent respectată.

## **5. Concluzii**

Puțini economiști mai contestă astăzi principiul că inflația persistentă, pe termen lung, este un fenomen monetar. De aceea, obiectivul stabilității prețurilor se atribuie politicii monetare aproape fără controverse. În general, se admite că politica monetară poate lua în considerare și alte obiective doar în măsura în care acestea nu intră în contradicție cu stabilitatea prețurilor.

În cazul politicii monetare a României, țintirea cursului de schimb din considerente ce țin de competitivitatea internațională a producției interne și de echilibrul extern este în conflict cu obiectivul stabilității prețurilor. Sursa conflictului este trendul de apreciere a cursului intern real de schimb. Pe fundalul acestui trend și în condițiile unui regim valutar cu flotare liberă, aprecierea cursului nominal de schimb este necesară pentru a se evita inflația. Același trend este cauza pentru care inflația este inevitabilă în situația unui curs nominal fix de schimb.

Banca Națională a României trebuie să se degreveze de obiectivul competitivității internaționale a producției interne, lăsându-l explicit pe seama altor politici economice. În acest context, nu trebuie uitat faptul că reformele structurale ambițioase sunt compatibile cu aprecierea nominală a cursului de schimb.

În prezent, se pare că nu se poate identifica nici un argument solid pentru renunțarea la ținta intermediară monetară. Trendul de reducere a vitezei de circulație a banilor nu trebuie să constituie o justificare pentru relaxarea țintei monetare. Pe de altă parte, asumarea unui obiectiv realist privind dezinflația și transpunerea riguroasă a acestuia în termenii țintei intermediare monetare este esențială în condițiile ajustării semnificative a prețurilor relative. Trecerea la țintirea ratei dobânzii se poate eventual realiza atunci când banca centrală ajunge să dispună de instrumente eficiente pentru echilibrarea cererii cu oferta de rezerve.

## **PROBLEMA ANCOREI MONETARE ÎN PERSPECTIVA ADERĂRII LA UNIUNEA EUROPEANĂ**

*Prof. dr. Lucian C. Ionescu*

După “experimentul monetarist” din anii '80 ai secolului XX, atenția multor bănci centrale s-a deplasat de la evoluția agregatelor monetare spre țintirea ratei inflației (*direct inflation targeting*). În acest mod sunt eliminate obiectivele intermediare, menținerea inflației la un nivel minim acceptabil devenind ținta finală și nemijlocită.

În general acest tip de abordare a politicii monetare a dat rezultate remarcabile în țări cu economie de piață matură, pe deplin funcțională, cu un grad ridicat de integrare eficientă în economia mondială<sup>1</sup>. De asemenea, statele care au adoptat strategia țintirii inflației dispuneau deja de premisele necesare pentru succesul politicii antiinflaționiste.

*Mutatis mutandis*, poate fi observată această condiționare și în cazul unor economii în tranziție sau în curs de afirmare (așa-numitele economii de piață emergente). Astfel, în ultima parte a anilor '90, au optat pentru țintirea inflației Cehia, Polonia, Brazilia, Chile. În toate cazurile menționate, în momentul adoptării inflației ca țintă directă ritmul creșterii prețurilor nu depășea 10 la sută (rată anuală<sup>2</sup>).

În aceste condiții, declararea prematură a inflației drept țintă principală, finală și directă a politicii monetare, în loc să conducă la sporirea credibilității autorității monetare riscă să erodeze și mai mult “imaginea publică” a politicilor macroeconomice.

Premisele unei politici monetare antiinflaționiste eficiente implică, în mod deosebit, elaborarea și implementarea unei politici fiscale sănătoase (deficit bugetar limitat, fără posibilitatea monetizării), piețe monetar-valorar-financiare integrate funcțional, un sistem bancar consolidat și performant, corelații organice între economia nominală și cea reală.

În consecință, pentru economia României este, în continuare, necesară o strategie intermediară, care să-și propună realizarea unei dezinflații accelerate și continue<sup>3</sup>. O astfel de strategie intermediară va avea drept bază monitorizarea complexă atât a principalelor agregate monetare, cât și a evoluției cursului de schimb al monedei naționale. Desigur, în cazurile extreme, “ancora” monetară și cea valorară (cursul de schimb) nu pot fi utilizate simultan. Dar, pentru o strategie a tranziției, corelarea unui obiectiv intermediar reprezentat de un agregat monetar semnificativ cu

---

<sup>1</sup> Exemple în ordinea cronologică a adoptării țintirii inflației: Noua Zeelandă, Canada, Marea Britanie, Finlanda, Suedia, Australia.

<sup>2</sup> Anexa 1

<sup>3</sup> În sensul Strategiei naționale de dezvoltare economică a României pe termen mediu (martie 2000)

nivelul cursului de schimb valutar nu este numai necesară, ci și posibilă. Evident, eficiența politicii monetare și valutare este condiționată de progresul efectiv al restructurării economice, prin reducerea – până la eliminare – a rigidităților din economia reală. În ultimă instanță, problema decalajelor în timp (*time lags*) între semnalele politicii monetare și efectele propriu-zise asupra ratei inflației reprezintă interfața dintre economia nominală și cea reală.

În ceea ce privește dimensiunea monetară a strategiei pe care am numit-o intermediară, este necesară perfecționarea statisticii masei monetare. Astfel, pentru sistemul monetar-bancar, alături de baza monetară (M0) și agregatele monetare M1 (masa monetară în sens restrâns) și M2 (masa monetară în sens larg), se va dovedi utilă calcularea lui M3, pentru a pune mai bine în evidență conexiunile dintre piața monetară propriu-zisă și diferitele componente ale pieței capitalurilor (inclusiv gradul de monetizare a datoriei publice). Iar valorificarea informațiilor monetare presupune activarea pieței secundare a titlurilor de stat și eliberarea băncii centrale din poziția de debitor net față de sistemul bancar<sup>4</sup>.

Presupunând că cea mai dificilă perioadă de asanare a sistemului bancar se va încheia în anul 2000, va rămâne în continuare necesară monitorizarea atentă a deficitului de cont curent al balanței de plăți și a evoluției datoriei externe (cazul anului 1999 fiind edificator în acest sens).

În aceste condiții, o strategie de tip țintire a inflației nu poate fi adoptată, cu șanse reale de succes, cel puțin pe termen scurt și mediu. Din aceste motive, am folosit formula – relativ insolită – de ancoră monetar-valutară.

Experiența altor țări în tranziție din Europa Centrală este deosebit de utilă pentru o analiză comparativă. Astfel, dacă ne referim la Polonia, se constată o varietate a țăntelor antiinflaționiste urmărite de-a lungul anilor '90: de la cursul valutar (începutul anilor '90), rata dobânzii (în paralel cu un curs de tip *crawling peg*) și până la *inflation targeting* (din ianuarie 1999).

Într-o primă fază, opțiunea pentru inflație ca țintă directă nu a corespuns integral modelului ancorei unice, deoarece Polonia a menținut sistemul *crawling peg*, până în aprilie 2000. Totuși, banda fluctuării permise a fost mărită la  $\pm 15$  la sută în martie 1999, față de cursul central al coșului valutar (format din Euro, cu o pondere de 55 la sută și USD, cu o pondere de 45 la sută).

În anul 1999, ținta monetară urmărită de Banca Națională a Poloniei (BNP) a constat în limitarea ratei anuale a inflației în marja de 8 – 8,5 la sută. Ca urmare a diminuării ratei lunare a inflației în trimestrul I 1999 sub nivelul prognozat, Consiliul Politicii Monetare a decis ca marja țintei să fie coborâtă la 6,6 – 7,8 la sută: "Dar această țintă nu a fost atinsă; în decembrie, rata anuală a inflației a reprezentat 9,8 la sută. Deci inflația a fost mai mare la sfârșitul lui 1999 decât la sfârșitul

---

<sup>4</sup> Apărută în urma operațiunilor realizate pentru prima dată în 1997, poziția "captivă" a BNR s-a accentuat în 1998 și s-a menținut în 1999: "Situarea băncii centrale pe poziția de debitor net al sistemului bancar și insuficiența instrumentelor de sterilizare a excesului de lichiditate au subminat, și în acest an, capacitatea BNR de a impune [...] un control sever și constant asupra lichidității din sistem" (BNR, Raport anual – 1999, pag.69).

lui 1998. Totuși, datorită ritmului scăzut al creșterii prețurilor în prima parte a anului, rata anuală medie a inflației a fost de 7,3 la sută, ceea ce a reprezentat o scădere cu 4,5 puncte procentuale față de anul 1998”<sup>5</sup>.

Din aprilie 2000 Polonia a trecut de la un curs valutar de tip *crawling peg* la un curs flotant (*free floating*). Astfel, poate fi observată gradualitatea abordării inflației ca țintă directă.

Studii recente, bazate pe o analiză comparativă internațională, demonstrează că țările cu economie în tranziție sau emergente, de regulă, adoptă pe deplin inflația ca țintă monetară unică (*full-fledged inflation targeting*) “numai atunci când dispun de o poziție fiscală solidă, un sistem financiar stabil – deosebit de important pentru acest grup de țări – și de o vulnerabilitate redusă față de șocurile valutare”<sup>6</sup>.

Pentru țările candidate, pregătirea aderării la Uniunea Europeană (UE) ridică exigențe sporite atât pentru evoluția ratei inflației, cât și pentru evoluția cursului de schimb valutar<sup>7</sup>.

Având în vedere multitudinea și complexitatea obiectivelor urmărite în procesul de preaderare, pentru fiecare stat candidat, sunt necesare elaborarea și realizarea consecventă a unei strategii implicând o ierarhizare coerentă și realistă a priorităților economice și financiare.

În acest sens este necesară o viziune clară, bine fundamentată asupra corelației dintre îndeplinirea condițiilor general valabile pentru aderarea la UE și criteriile formării Uniunii Economice și Monetare (UEM), în perspectiva adoptării monedei unice (zona Euro).

Reflectând poziția Comisiei Europene, Pedro Solbes<sup>8</sup>, a subliniat că, după primirea în UE a țărilor candidate, “Tratatul (asupra Uniunii Europene) este suficient de flexibil pentru a permite diferite regimuri valutare, pe drumul către adoptarea Euro. Singurele tipuri de cursuri incompatibile cu SME 2 (Sistemul Monetar European) sunt cursurile valutare complet flotante (*fully floating*), *crawling pegs* și cele legate (*pegs*) de ancore, altele decât euro”<sup>9</sup>.

Toate statele admise în UE vor trebui să participe la SME, dar numai după o perioadă de cel puțin 2 ani, dacă îndeplinesc criteriile de convergență, vor putea adopta euro, devenind membre ale UEM: “... În țările candidate, agenda reformelor necesare pentru accesul la UE trebuie să aibă prioritate față de măsurile politice inspirate de participarea la UEM, cum sunt criteriile convergenței nominale”<sup>10</sup>.

---

<sup>5</sup> NBP, “Annual Report – 1999”, pag.20

<sup>6</sup> “IMF Survey”, October 23, 2000 (p.349)

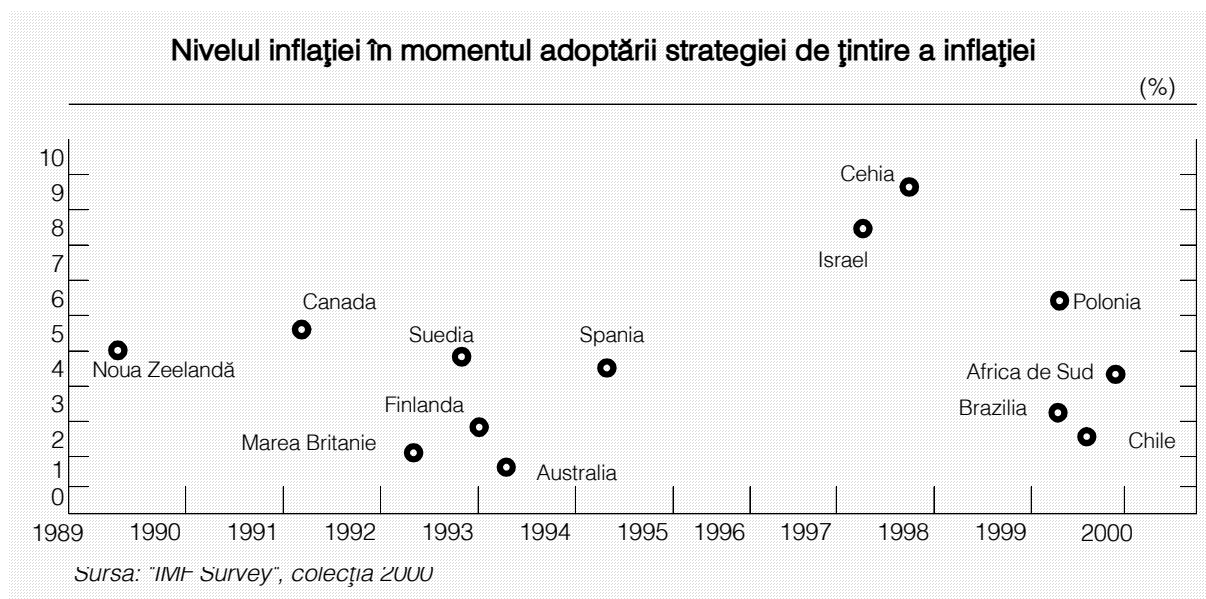
<sup>7</sup> Anexa 2

<sup>8</sup> Comisar pentru problemele economice și monetare

<sup>9</sup> “Uniting Europe”, No.115 –October 2, 2000

<sup>10</sup> Idem

## Anexa 1



## Anexa 2

