

# Riscuri ale țintirii directe a inflației

■

**Cristian Socol**

*Lector universitar doctor*

**Aura Niculescu**

*Asistent universitar doctorand*

Academia de Studii Economice București

**Abstract.** *This paper evaluates the trade-off between output volatility and the variability of the inflation rate around its target (Romanian case). The optimal choice for National Bank of Romania (NBR), in our opinion, is the flexible inflation targeting. For this purpose, NBR must explain the loss function and the optimal monetary policy rule. We then argued that this Romanian authority – NBR – can substantially improve its credibility under inflation targeting policy regime by becoming more accountable and transparent. Is the direct inflation targeting the best choice for the monetary policy regime in Romanian economy?*

**Key words:** output gap; inflation targeting; monetary policy rule; loss function; credibility.

■

Cele mai multe dintre politicile macroeconomice promovate în România (ca de altfel în toate țările în tranziție) diferă de politicile promovate de decidenții din țările dezvoltate. Aceasta datorită naturii diferite a economiilor în tranziție, pe de o parte, și specificului economiei românești în cadrul fostelor țări comuniste, pe de altă parte.

În țările dezvoltate, politicile macroeconomice vizând termenul scurt sunt preocupate de „ciclurile de afaceri”. În cazul țărilor în tranziție, preocuparea vizează instabilitatea macroeconomică – crizele. Decidenții români de politici economice nu sunt interesați neapărat de costurile crizelor pe termen scurt, ci mai ales de potențialele pierderi asociate *proceselor de creștere și dezvoltare economică* (precum și procesul de catching-up) – obiective fundamentale în cazul unei țări în dezvoltare. În plus, în țările emergente, perioadele de expansiune și cele de recesiune sunt mult mai „severe” față de cele din țările dezvoltate.

De ce macrostabilizarea este importantă? De ce *creșterea economică susținută* reprezintă obiectivul fundamental al oricărei economii în tranziție (și, implicit, al României)? Pentru că apariția acestui proces – creșterea economică susținută – reprezintă semnalul unei macrostabilizări reușite a economiei respective – o rată redusă a inflației, acoperirea serviciului datoriei externe de către sectorul public, stabilitatea sistemului bancar în a-și onora obligațiile față de deponenți, abilitatea băncilor centrale de a păstra un curs de schimb stabil etc.

*Relația dintre inflație și creșterea economică*, însă, este una contradictorie. Contează mai mult analiza noului compromis dintre stabilitatea inflației și decalajul PIB (de fapt, fluctuațiile economice). Teoria economică definește *creșterea economică* drept un proces *pe termen lung* (câteva zeci de ani); dar cum politica monetară influențează variabilele reale *doar pe termen scurt*, pe parcursul lucrării vom analiza relația dintre inflație și decalajul PIB.

Istoric vorbind, pentru atingerea principalelor obiective (de cele mai multe ori *inflație redusă* și *creștere economică*), multe bănci centrale și-au fixat și unele obiective, variabile intermediare, precum agregatul monetar ori rata de schimb. Pentru a avea succes, această metodă necesită ca: (a) banca centrală să poată controla variabilele intermediare și (b) să existe o relație stabilă între variabila intermediară și obiectivele finale. De exemplu, la un moment dat se discuta că recordul absolut remarcabil în legătură cu inflația foarte scăzută realizată de Banca Centrală a Germaniei și cea a Elveției trebuie pus pe seama politicii lor de țintire a agregatului monetar (țintă monetară). Alte păreri scoteau în evidență faptul că Bundesbank a pus un accent mai mare pe previzionarea inflației decât pe agregatul monetar și că Banca Centrală a Elveției a luat în considerare și mulți alți indicatori. (Gerlach and Svensson, 2003).

În anii '90, multe bănci centrale au adoptat strategia de țintire a inflației. În cazul unui astfel de regim, Banca Centrală dorește să obțină o inflație redusă și stabilă.

Elementele fundamentale ale politicii de țintire a inflației sunt simple: banca centrală dorește să mențină o inflație egală cu ținta stabilită. Dacă rata inflației crește peste nivelul țintă, banca centrală încearcă să majoreze rata reală a dobânzii; procedând astfel, are loc reducerea cheltuielilor agregate. Din cauza faptului că salariile și prețurile sunt rigide, această reducere a cheltuielilor determină reducerea producției, ceea ce echivalează cu creșterea șomajului. Un nivel ridicat de șomaj ciclic moderează inflația și ajută la menținerea inflației la nivelul țintei propuse.

Procesul are loc în sens invers atunci când inflația coboară sub nivelul țintei. În acest caz, banca centrală încearcă să reducă rata reală a dobânzii. Aceasta determină creșterea cheltuielilor agregate, iar creșterea cererii de muncă determină firmele să producă mai mult. Dacă producția crește, crește și cererea de forță de muncă, are loc reducerea șomajului ciclic, iar aceste evoluții, cumulate, intensifică presiunile de creștere a prețurilor. În acest fel inflația este menținută în apropierea țintei.

Dacă până acum câțiva ani economiștii erau preocupați doar de compromisul pe termen scurt dintre inflație și șomaj, acum economiștii își concentrează atenția asupra unui *nou compromis*. Taylor (1996) susține că încercările de a stabili fluctuațiile de producție și ocupării forței de muncă vor duce la fluctuația ratei inflației. Încercările de a stabili inflația vor conduce la fluctuații mai mari ale producției și ocupării forței de muncă. Taylor a sintetizat ideile referitoare la acest compromis sub forma a două propoziții:

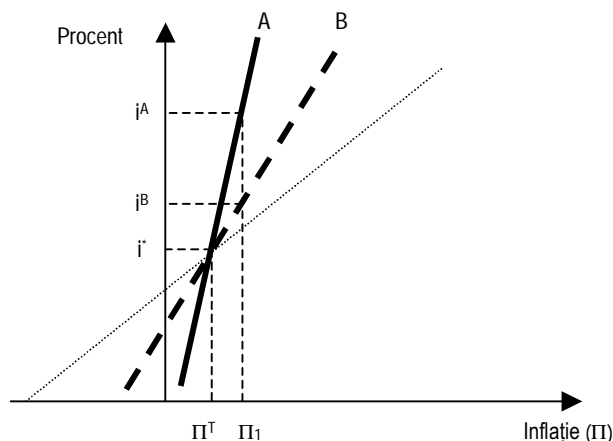
- *Prima propoziție*, în legătură cu care au existat puține controverse, este aceea că nu există compromis pe termen lung între rata inflației și rata șomajului.
- *Cea de-a doua propoziție*, în legătură cu care există mai multe neînțelegeri, este aceea că pe termen scurt există un compromis între inflație și șomaj. Aceasta poate fi cel mai bine descrisă în termenii compromisului între *variabilitatea inflației* și *variabilitatea șomajului*; cu alte cuvinte, în termenii variațiilor procentuale pe termen scurt ale variabilelor, decât sub forma nivelului lor absolut la un anumit moment dat (Taylor, 1996). Taylor sugerează că, dacă factorii de decizie se concentrează într-o măsură prea mare asupra menținerii inflației la un nivel stabil, vor avea loc fluctuații nedorite ale producției. Dacă ei se concentrează într-o măsură prea mare asupra menținerii șomajului la nivelul NAIRU, se manifestă fluctuații nedorite la nivelul inflației. Un aspect important al acestui compromis este atenția acordată politicilor de stabilizare, și nu încercărilor de a atinge anumite ținte ale variabilelor (cum ar fi o rată a șomajului situată sub nivelul NAIRU) care nu pot fi susținute.

Evidențele empirice arată că țările în tranziție care au avut o mai bună *stabilitate a prețurilor* au obținut un *ritm ridicat de creștere a PIB*. Totuși, numărul mic de observații, problemele substanțiale de măsurare și golurile statistice fac dificilă identificarea unei relații stabile între inflația scăzută și creșterea puternică a PIB. Țările cu inflație ridicată au avut un ritm scăzut de

creștere a PIB, efectul negativ asupra creșterii PIB (în principal cauzat de investiții reduse și o creștere mică a productivității) este sesizat la rate ale inflației de peste 10% și foarte pronunțat la rate ale inflației de peste 40%. Un studiu realizat de Fisher și alții (1996) arată că stabilizarea inflației precede creșterea PIB (când doi ani consecutivi rata inflației a scăzut sub 50% se manifestă creșterea PIB.) Se consideră că există un *efect de prag* (threshold-effect), cu privire la relația dintre inflație și creșterea PIB. Ghosh (1997) arată că pentru rate ale inflației mai mici de 10% există un efect puțin sesizabil asupra creșterii PIB/locuitor; creșterea PIB/locuitor este în general mai ridicată la o rată a inflației între 3% și 10% decât în condițiile unei inflații de până în 3%. După pragul de 10%, totuși, relația negativă între inflație și creșterea PIB devine mult mai pronunțată.

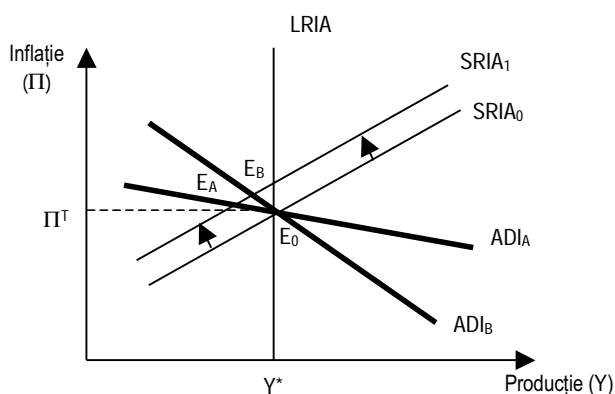
În ultimii ani, mai multe guverne din țări dezvoltate și în curs de dezvoltare au decis să implementeze „țintirea inflației”. Putem folosi modelul ADI (cerere agregată-inflație), pentru a înțelege *implicațiile strategiei de țintire a inflației și compromisurile* în domeniul politicilor macroeconomice.

Considerăm că BNR ar avea la dispoziție *2 reguli de politică monetară*. Pentru ambele, ținta de inflație a BNR este  $\pi_T$  și nivelul de echilibru al ratei dobânzii este  $r^*$ . Dacă economia se află la nivelul ocupării depline, iar inflația este la nivelul țintei stabilite, *rata nominală a dobânzii* va fi de  $i^* = r^* + \pi_T$ . *Regula de politică A* este mai aproape de verticală decât *regula de politică B*. Conform regulii A, creșterea inflației determină banca centrală să majoreze rata dobânzii într-o măsură mai mare decât în condiția folosirii regulii B.



Dacă inflația crește de la  $\pi_T$  la  $\pi_1$ , rata nominală a dobânzii va fi majorată până la  $i^A$  conform regulii A, și  $i^B$  conform regulii B.

Deoarece rata reală a dobânzii se modifică într-o mai mare măsură în cadrul regulii de politică A, modificarea inflației va avea un efect mai mare asupra cheltuielilor agregate decât în cazul regulii B. Ca urmare, curba ADI în condițiile regulii A este mai aproape de orizontală decât ADI în condițiile regulii B.



unde:

ADI – curba cerere agregată-inflație;

SRIA – curba ajustării inflației pe termen scurt;

LRIA – curba ajustării inflației pe termen lung;

$E_0$  – echilibrul ocupării depline.

Să presupunem că economia românească va fi afectată de un șoc inflaționist temporar care deplasează în sus curba SRIA (de exemplu, creșterea prețurilor la petrol sau creșterea anticipațiilor inflaționiste). Dacă politica băncii centrale este descrisă de regula A, noul echilibru pe termen scurt va fi atins în punctul  $E_A$ , iar dacă se aplică regula B, în  $E_B$ . În condițiile regulii de politică A, producția scade mai mult, iar inflația crește mai puțin decât în condiția regulii de politică B. Ca urmare a deplasării curbei SRIA, economia se va confrunta cu un nivel mai stabil al inflației și cu un nivel mai puțin stabil al producției și ocupării forței de muncă în condițiile folosirii regulii A, decât în situația utilizării regulii B. Dacă BNR reacționează puțin agresiv la inflație (conform regulii B), se va manifesta o fluctuație mai mare a inflației, dar se va stabili nivelul producției și ocupării forței de muncă.

Acesta este *compromisul* dintre *stabilitatea inflației* cu care se confruntă banca centrală și *stabilitatea producției*. În practică, datorită decalajelor temporale dintre modificarea ratei dobânzii și manifestarea efectelor asupra economiei, BNR trebuie să aibă în vedere evoluțiile viitoare, ajustând ratele inflației în raport cu anticipările privind inflația viitoare.

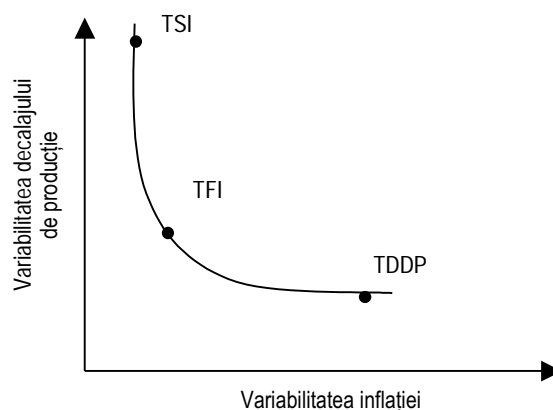
În ultimele decenii, menținerea unei inflații scăzute (stabilitatea prețurilor) a devenit obiectivul fundamental al băncilor centrale din lume. În acest timp, ideea că politica monetară este mai eficientă decât politica fiscală în procesele de stabilizare pe termen scurt a fost unanim acceptată. Pe termen lung, însă, politica monetară poate influența numai variabilele nominale, precum inflația și cursul nominal de schimb (ea nu poate crește nivelul mediu sau rata de creștere a variabilelor reale, precum PIB sau gradul de ocupare, sau să influențeze nivelul mediu al cursului real de schimb). În cel mai bun caz, ea poate reduce gradul de fluctuație al variabilelor reale.

Pe termen scurt și mediu, politica monetară are efecte atât asupra variabilelor nominale, cât și asupra variabilelor reale. Totuși, mecanismul complex de transmisie a politicii monetare, lag-urile variabile, șocurile aleatorii și incertitudinile inerente fac necesară reglarea fină (*fine-tuning*).

Din ce în ce mai multe țări folosesc *regimul de țintire flexibilă* a inflației, strategie în care inflația este stabilizată în jurul unei ținte reduse *pe termen mediu* (mai degrabă decât *regimul de țintire strictă* a inflației, în care se încearcă stabilizarea inflației în *cel mai scurt orizont de timp posibil*).

Politica monetară poate atinge o medie a inflației egală cu nivelul țintă, în încercarea găsirii celui mai bun compromis între *variabilitatea inflației* și cea a *decalajului de producție*. Este bine cunoscut faptul că politica monetară nu poate stabili complet nici inflația, nici decalajul de producție. Pe de altă parte, *creșterea credibilității* prin ancorarea așteptărilor inflaționiste la nivelul țintă va reduce variabilitatea inflației, precum și a decalajului de producție, precum și alegerea între regimul strict sau flexibil de țintire a inflației au fost dezbătute în literatura cu privire la politica monetară în câteva lucrări publicate în 1996 și 1999 de Federal Sistem Reserve of Kansas City).

Astfel, BNR poate alege între țintirea strictă a inflației (folosind predominant canalul cursului de schimb pentru a stabili inflația) sau țintirea flexibilă a inflației (pe o perioadă de 2, 3 ani folosind cu preponderență canalul ratei dobânzii, situație în care intervenția băncii centrale este mai puțin agresivă). De fapt, această alegere reflectă viziunea băncii asupra compromisului între variabilitatea inflației în jurul țintei stabilite și variabilitatea decalajului de producție, relație reprezentată în graficul următor.



În grafic, pe axa OX este reprezentată *variabilitatea inflației* în jurul țintei, iar pe OY *variabilitatea decalajului de producție*. Intersecția axelor corespunde situației în care decalajul de producție este nul și rata inflației este întotdeauna egală cu ținta stabilită (este un punct greu de atins). În figură este reprezentată *curba lui Taylor*, care unește ansamblul celor mai eficiente combinații între variabilitatea inflației și variabilitatea decalajului de producție pe care politica monetară le poate atinge.

*Punctele din dreapta curbei* corespund unei politici monetare ineficiente, iar *cele din stânga* nu pot fi atinse (rezultate nefezabile). Punctul TSI corespunde țintirii stricte a inflației, când banca centrală se concentrează asupra țintirii inflației fără să ia în considerare variabilitatea decalajului de producție. Punctul TFI corespunde țintirii flexibile a inflației, când banca centrală acordă aceeași importanță stabilizării decalajului de producție și stabilizării decalajului de inflație. Punctul TDDP (țintirea directă a decalajului de producție) corespunde situației în care BNR se concentrează asupra stabilizării decalajului de producție. *Este evident că punctul TFI este cel mai bun compromis pentru politica monetară. Astfel, strategia de țintire flexibilă a inflației este cea mai bună alegere de politică macroeconomică* (Debelle, Guy, 1999).

Un mecanism important pentru a atinge în mod eficace acest compromis este *obținerea credibilității*, în sensul ancorării anticipărilor inflaționiste la inflația țintă. Astfel, când credibilitatea este redusă, anticipările inflaționiste volatile deplasează curba Taylor către dreapta, astfel încât vor exista variații din ce în ce mai mari atât ale inflației, cât și ale producției. Când există anticipații inflaționiste concordante cu ținta de inflație, curba se deplasează către stânga (cu o stabilizare mai bună atât a inflației, cât și a decalajului de producție). Totuși, experiența arată că *reputația și credibilitatea se câștigă greu în timp (și se pierd foarte ușor)*.

Considerăm că România ar trebui să adopte la început un *regim strict de țintire a inflației* și după aceea un *regim flexibil*, putând astfel să câștige credibilitate (grafic, să se miște de-a lungul curbei Taylor dinspre punctul TSI spre TFI). Chiar dacă va avea un cost ridicat al variabilității decalajului de producție, credem că România ar trebui să acorde importanță sporită variabilității inflației.

*Preferințele BNR* pot fi evidențiate analizând acțiunile sale, într-un anumit moment dat. Astfel, o strategie flexibilă de țintire a inflației care să fie credibilă și performantă contribuie cu siguranță la o fluctuație mai redusă a ratelor dobânzii și ale cursului de schimb. Concret, BNR ar trebui să folosească cu prioritate instrumentul cursului de schimb (în cazul adoptării unui regim strict, la început), după care, trecerea la un regim flexibil ar trebui să determine banca să se orienteze către folosirea cu preponderență a instrumentului ratei dobânzii (cu influență directă asupra cererii agregate și, astfel, obținerea unui compromis bun între stabilitatea inflației și cea a producției).

Svensson (2000) arată cum poate fi obținut un anumit *compromis optim între stabilitatea inflației și stabilitatea decalajului de producție*. Algoritmul descris de el cuprinde șase etape:

1) Banca centrală formulează, anunță și motivează o funcție explicită de pierdere a deviației inflației de la nivelul țintă și deviațiilor PIB de la nivelul PIB potențial (funcția de pierdere ar trebui să fie menținută cel puțin câțiva ani).

2) Orice decizie majoră de politică monetară trebuie luată de banca centrală în funcție de: viziunea sa asupra mecanismului de transmisie, estimările sale cu privire la situația din economie, modul cum analizează șocurile din economie etc. Pentru ca deciziile să fie optime, banca centrală trebuie să-și construiască un set de prognoze referitoare la nivelurile țintă ale tendințelor variabilelor-instrument folosite.

3) Banca centrală selectează apoi prognozele privind inflația și decalajul de producție, care corespund celei mai fezabile alegeri și care minimizează funcția de pierdere (astfel încât inflația să revină la ținta stabilită și PIB-ul să devieze cât mai puțin de la nivelul PIB-ului potențial).

4) Banca centrală anunță prognozele optimale ale nivelurilor țintă ale inflației și decalajului de producție și prognozele corespondente ale tendințelor variabilelor-instrument (bineînțeles, diferite în timp).

5) Banca centrală stabilește apoi instrumentul optim necesar a fi folosit, în funcție de decizia majoră de politică monetară ce trebuie luată.

6) Până la următoarea decizie de politică monetară, banca centrală trebuie să repete etapele 2-5, în funcție de noile informații obținute în legătură cu starea economiei și viziune sa asupra șocurilor.

Considerăm că BNR ar trebui să stabilească și să anunțe o funcție explicită de pierdere pentru politica monetară. Avantajul acestui proces ar fi că banca centrală ar avea stimulente mai puternice în realizarea compromisului amintit, ar exista o monitorizare externă și o evaluare a politicii monetare mult mai eficiente, în timp ce obiectivele de politică monetară ar fi din ce în ce mai transparente. Lipsa transparenței privind funcția de pierdere poate da naștere unor interpretări continue și unor întrebări de tipul: ce importanță acordă BNR stabilizării economiei reale comparativ cu stabilizarea în jurul nivelului țintă?

Funcția de pierdere corespunzătoare regimului flexibil de țintire a inflației poate fi descrisă prin ecuația:

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t')^2$$

unde:

$\pi_t$  și  $y_t$  reprezintă inflația și producția din perioada  $t$ ;

$\pi^*$  este ținta de inflație;

$y_t'$  este PIB potențial;

$\lambda$  este importanța relativă pe care banca centrală o acordă stabilizării decalajului de producție.

Astfel, inflația și PIB-ul sunt variabile țintă, iar  $\pi^*$  și  $y_t'$  reprezintă niveluri țintă. Deoarece apar lag-uri în ceea ce privește efectele de politică monetară asupra inflației și PIB-ului, banca centrală trebuie să ia în considerare acțiunile politicii monetare curente și influența acestora asupra viitoarei inflații și decalaj al PIB. Tocmai de aceea trebuie utilizată o funcție care să exprime pierderile viitoare așteptate. În plus, PIB-ul potențial ( $y_t'$ ) este o variabilă neobservabilă, dar care trebuie estimată.

Trebuie definită astfel o funcție de pierdere intertemporală pentru fiecare perioadă  $t$  sub forma unor pierderi viitoare așteptate (calculate prin scontare).

$$\mathcal{L}_t = (1 - \delta) E_t \sum \delta^t L_{t+\tau}$$

unde:

$\delta$  este cuprins în intervalul  $(0,1)$  – factorul de scontare;

$E_t$  exprimă estimările privind informația disponibilă a băncii centrale în perioada  $t$ .

Funcția de pierdere intertemporală are doar trei parametri:  $\pi^*$ ,  $\lambda$  și  $\delta$ . Pentru o bancă centrală ce alege strategia de țintire a inflației,  $\pi^*$  este stabilit, factorul de scontare  $\delta$  trebuie să fie cât mai aproape de 1, rămânând astfel necesară numai stabilirea parametrului  $\lambda$ . Ecuația devine:

$$\lim \mathcal{L}_t = \text{var}(\pi_t) + \lambda \text{var}(y_t - y_t')$$

Dacă  $\lambda$  este mai mare decât zero, situația corespunde unui regim flexibil de țintire a inflației. Dacă  $\lambda$  este egal cu zero, se adoptă regimul strict de țintire a inflației. De fapt,  $\lambda$  poate fi considerată *rata marginală de substituție* dintre *variabilitatea inflației* și a *decalajului PIB*. Funcția de pierdere este o *funcție de pierdere simetrică* (valoarea pentru  $(\pi_t - \pi^*)$  este aceeași cu valoarea pentru  $-(\pi_t - \pi^*)$ ).

Băncile centrale pot atinge atât o țintă a inflației pe termen lung, cât și cel mai bun compromis între stabilitatea inflației și stabilitatea PIB, prognozând țintele astfel încât la fiecare decizie de politică monetară banca să selecteze *cele mai eficiente combinații care să minimizeze funcția de pierdere* și care să corespundă tendințelor prognozate privind instrumentele de politică folosite. Anunțarea și motivarea acestor prognoze de către banca centrală maximizează

impactul asupra anticipărilor sectorului privat și economiei. Prognozarea țintelor cere ca banca centrală să aibă o viziune coerentă asupra multiplicatorilor de politică, astfel încât să se cunoască modul în care ajustările variabilelor-instrument influențează prognozarea inflației și stabilitatea producției. Svensson (2000) consideră că este necesară o regulă optimă de țintire exprimând egalitatea dintre rata marginală de transformare (în mecanismul de transmisie) și rata marginală de substituție în funcția de pierdere.

Folosind curba Phillips cu anticipări inflaționiste, regula de țintire are forma

$$\pi_{t+\tau,t} - \pi^* = -\lambda/k[(y_{t+\tau,t} - y'_{t+\tau,t}) - (y_{t+\tau-1,t} - y'_{t+\tau-1,t})],$$

unde:

$k$  este panta curbei Phillips pe termen scurt.

Regula de țintire arată că deviația inflației prognozate de la ținta de inflație este în relație inversă cu proiecția privind modificarea decalajului PIB, iar factorul de proporționalitate  $\lambda/k$  exprimă raportul dintre importanța relativă acordată de bancă stabilizării decalajului de producție  $\lambda$  și panta curbei Phillips pe termen scurt  $k$ .

Stabilirea unei reguli de țintire de acest tip rezolvă și problema inconsistenței temporale.

## Concluzii

Putem explica succesul sau eșecul unei țări în tranziție prin atingerea sau nu a creșterii economice susținute (și, mai înainte, a macrostabilizării economice)? Da. Chiar dacă rezultatele macroeconomice pe termen scurt sunt importante, ceea ce conferă credibilitate în funcționarea unei economii este *creșterea economică susținută*. Stabilitatea macroeconomică este puternic corelată cu creșterea economică susținută. Performanța la nivel macroeconomic poate fi explicată prin

calitatea managementului bugetelor aparținând sectorului public și a finanțării lor (acțiunea politicilor monetară și fiscală), politici orientate către dezvoltarea sectorului financiar intern și politica de curs de schimb.

Dacă mult timp economiștii erau preocupați de compromisul (pe termen scurt sau lung) dintre inflație și șomaj, acum economiștii își concentrează atenția asupra unui *nou compromis*. Acesta este *compromisul* dintre *stabilitatea inflației* cu care se confruntă banca centrală și *stabilitatea producției*. Lucrarea face o scurtă prezentare a acestui compromis, încercând să sublinieze câteva elemente care credem că *ar trebui* în mod necesar luate în calcul atunci când se încearcă găsirea celei mai eficiente combinații.

În ceea ce privește BNR, alegerea a fost făcută. După cum a subliniat și *Mishkin* (2001), un angajament instituțional față de stabilitatea prețurilor nu e suficient ca atare pentru a aduce mult dorită credibilitate unei bănci centrale; acest obiectiv general ar trebui tradus într-un simplu scop cantitativ. *Svensson* (2003) subliniază că, în condițiile în care banca centrală este un organism competent, previziunea inflației va fi foarte aproape de inflația viitoare reală (care este o necunoscută în momentul previziunii). În momentul de față, BNR se bucură de o credibilitate destul de mare, ca urmare a faptului că a reușit scăderea inflației. Este foarte important acum ca BNR să se asigure că instrumentele sale sunt eficiente în controlul inflației, având în vedere că procesul de concepere a unui model econometric pentru economia României este destul de greu de realizat (un astfel de model este în mod imperios necesar în situația implementării unei strategii de țintire a inflației; însă, în general, toate modelele sunt influențate de erori de estimare; mai mult, parametrii modelelor se schimbă odată cu schimbarea politicilor).

Considerăm că, cel puțin în momentul de față, menținerea credibilității este una dintre cele mai importante provocări pentru Banca Națională a României, pentru funcționalitatea și eficiența măsurilor ei.

## Bibliografie

- Apergis, N. (coord.) (2005), *Inflation targeting and output growth: empirical evidence for the European Union*, IMF, Working Paper
- Braumann, B. (2000), *Real effects of high inflation*, IMF, Working Paper
- Debelle, G. (1999), *Inflation targeting and output stabilization*, Discussion paper Research, Reserve Bank of Australia
- Dinu, M., Socol, C., Niculescu, A. (2005), *Economia României*, Editura Economică, București
- Fischer, S., Sahay, R., Vegh, C. (1996), „Stabilisation and growth in transition economies: the early experience”, *Journal of Economic Perspectives*
- Gerlach, S., Svensson, L. (2003), „Money and inflation in the euro area: a case for monetary indicators?”, *Journal of Monetary Economics* 50
- Ghosh, A. (1997), *Inflation in transition economies: how much and why?* IMF, Working Paper
- Mankiw, N. G. (2000), *Macroeconomics*, Harvard University, Worth, New York
- Mishkin, F. S., Schmidt-Hebbel, K. (2001), *One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?*, NBER Working Paper 8397
- Mishkin, F. (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Columbia University
- Svensson, L. (2000), *The first year of the Eurosystem: inflation targeting or not*, NBER Working Paper 7598
- Svensson, L. (2003), *How should monetary policy be conducted in an era of price stability?*, CEPR, www.princeton.edu/svensson
- Svensson, L. (2003), *The inflation forecast and the loss function*, CEPR, www.princeton.edu/svensson
- Svensson, L. (2003), *Monetary policy and real stabilisation*, CEPR, www.princeton.edu/svensson
- Taylor, J. (1996), *How should monetary policy respond to stocks while maintaining long-run price stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City
- Walsh, C. (2002), „Teaching inflation targeting an analysis for intermediate macro”, *Journal of Economic Education*