

MUGUR ISĂRESCU
SPRE O NOUĂ STRATEGIE
DE POLITICĂ MONETARĂ:
ȚINTIREA DIRECTĂ A INFLAȚIEI
TOWARDS A NEW STRATEGY
OF MONETARY POLICY:
INFLATION TARGETING

Profesor Doctor Mugur Isărescu
Membru corespondent al Academiei Române

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

Disertație
cu ocazia decernării
titlului de *Doctor Honoris Causa*
al Universității din Craiova

Craiova, 17 octombrie 2003

Cuprins

I. Introducere

II. De ce țintirea directă a inflației?

**III. Învățăminte din experiența altor țări
privind țintirea directă a inflației**

IV. Precondițiile țintirii directe a inflației și îndeplinirea lor în România

1. Componenta culturală

2. Credibilitatea băncii centrale

3. Capacitatea de acțiune a băncii centrale

4. Armonizarea deplină a politicii monetare cu politica economică generală a Guvernului

5. Cerințe de ordin tehnic

V. Concluzii

Grafice

I. INTRODUCERE

Inflația este un lucru rău, care afectează economia atât pe termen scurt, cât și pe termen lung. Pe termen scurt, erodează puterea de cumpărare a monedei și prin aceasta îi afectează în mod deosebit pe cei mai vulnerabili cetățeni – pensionarii, bursierii, cei cu venituri fixe. Pe termen lung, inflația descurajează investițiile și inhibă creșterea economică. O vreme, analiștii economici au crezut că inflația are și o parte bună, în sensul că ar fi posibil să „cumpărăm” o ocupare mai bună a forței de muncă cu prețul unei inflații ceva mai ridicată. În timp, nici această aserțiune nu s-a dovedit adevărată, pentru că efectul pozitiv asupra șomajului este de scurtă durată, precumpănitor pe termen lung fiind efectul descurajării economisirii și a investițiilor, ca urmare a incertitudinilor atrase de o inflație ridicată.

Cele de mai sus arată că lupta împotriva inflației reprezintă o condiție *sine qua non* pentru o creștere economică sustenabilă și pentru bunăstarea cetățenilor. În cele mai multe din țările dezvoltate ale lumii funcția de gardian al stabilității prețurilor a fost atribuită băncii centrale. Alte funcțiuni care îi reveneau – precum asigurarea echilibrului balanței de plăți sau stimularea creșterii economice – au devenit secundare în raport cu asigurarea stabilității prețurilor, iar altele – ca de exemplu asigurarea ocupării forței de muncă sau dezvoltarea unor ramuri ale economiei ca parte a politicii economice a autorităților publice din țara respectivă – au fost considerate inadecvate și chiar în contradicție cu obiectivul fundamental.

O dată stabilită prioritatea luptei împotriva inflației și instituția însărcinată cu aceasta, s-a pus problema instrumentelor și pârghiilor prin care banca centrală poate contribui în mod semnificativ la stabilitatea prețurilor în economie. Aici, atât experiența țărilor lumii, cât și literatura de specialitate descriu o paletă largă de politici utilizate de diverse țări, în diverse împrejurări economice și politice. Fără îndoială, nu există o rețetă unică și cu atât mai puțin o rețetă infailibilă. În nici o împrejurare și în nici o țară politica monetară, singură, nu poate asigura îndeplinirea obiectivului privind stabilitatea prețurilor, atingerea acestuia fiind influențată – uneori hotărâtor – de alte componente ale *mix*-ului de politici promovate de autorități, printre care cele mai importante sunt politica fiscală și politica veniturilor.

În cele mai multe țări, obiectivul antiinflaționist este urmărit folosind ținte intermediare, cum ar fi cantitatea de bani din economie, volumul creditului, rata dobânzii sau cursul de schimb. În ultimele decenii, pe măsura înțelegerii mai exacte a fenomenelor care afectează stabilitatea prețurilor într-o economie, ca și a dezvoltării unui aparat de analiză relativ sofisticat – bazat pe observații statistice pe perioade lungi și modele econometrice complexe – a devenit posibilă adoptarea de către băncile centrale a unui obiectiv direct legat de asigurarea stabilității prețurilor din țara respectivă.

Țara noastră, la rândul ei, își propune, în perspectiva anului 2005, să realizeze un salt de la ținte intermediare la țintirea directă a inflației, care este privită drept o etapă superioară în stăpânirea fenomenului inflaționist și parte integrantă a procesului de convergență economică cu țările Uniunii Europene, în vederea aderării la acest club select.

Lucrarea de față își propune să discute principalele precondiții pe care trebuie să le îndeplinească sistemul economic românesc și căile prin care aceste condiții pot fi îndeplinite, astfel încât inflația să ajungă în țara noastră la niveluri comparabile cu cele ale celorlalte țări ce vor accede în 2004 la Uniunea Europeană, iar apoi cu celelalte țări ale Uniunii.

A doua secțiune aduce argumente ce țin de experiența acumulată de țara noastră, în favoarea adoptării noii strategii de politică monetară, concluzia care se desprinde fiind aceea că țintirea directă a inflației devine o cale adecvată prin care banca centrală poate contribui la efortul de reducere a acesteia către nivelurile din țările Uniunii Europene.

A treia secțiune relevă câteva învățăminte din experiența altor țări care au trecut la țintirea directă a inflației. Astfel, s-a putut observa că toate țările industriale care au adoptat acest regim au înregistrat în primii ani rate mai înalte ale șomajului. De asemenea, țintirea inflației s-a produs în

condiții de relativ echilibru economic, această strategie fiind utilă pentru realizarea reglajelor fine, după ce „fracturile” majore din procesul restructurării au fost vindecate.

Precondițiile țintirii directe a inflației și gradul în care acestea sunt îndeplinite în țara noastră formează obiectul celei de-a patra secțiuni. Sunt discutate pe rând componenta culturală, credibilitatea și pârgھیile de acțiune ale băncii centrale, armonizarea dintre politica monetară și politica economică generală a Guvernului, precum și cerințele de ordin tehnic ce trebuie îndeplinite pentru trecerea la țintirea directă a inflației.

Concluzia de bază, prezentată în ultima secțiune, este că trecerea la țintirea directă a inflației reprezintă o tehnică nouă, care mărește răspunderea publică a băncii centrale, și obligă la o mai strânsă conlucrare între factorii care influențează evoluția fenomenelor economice.

II. DE CE ȚINTIREA DIRECTĂ A INFLAȚIEI?

Adoptarea oricărui *mix* de politici economice într-o țară trebuie să țină seama de condițiile existente în țara respectivă, de efectele politicii urmate în anii anteriori și fără îndoială de țintele care sunt urmărite. Dacă ar fi să descriem pe scurt ceea ce s-a întâmplat în economia românească după 1990, am putea spune că, la prăbușirea sistemului totalitar, România avea o situație economică deosebit de precară, iar politicile urmate după 1990 au întârziat eliminarea decalajelor grave moștenite.

Una din comparațiile dintre țările fostului bloc comunist care se pregătesc să adere la Uniunea Europeană poate să vizeze evoluția inflației în cei peste 13 ani care au trecut de la înlăturarea sistemului comunist (*Graficul nr. 1: Inflația în țări din Europa Centrală și de Răsărit, 1990-2002*). Se poate observa cu ușurință că țările care aveau cele mai mari dezechilibre economice, Bulgaria și România, au înregistrat cele mai dramatice fenomene inflaționiste. Din păcate, țara noastră este ultima din acest grup care reușește să se apropie de inflația cu o singură cifră, proiectată a se realiza începând din 2004.

Nu este aici locul unei analize exhaustive a cauzelor fenomenului inflaționist atât de persistent în țara noastră. Câteva judecăți de valoare ne vor permite totuși să arătăm motivele pentru care țintirea directă a inflației va deveni strategia de politică monetară a Băncii Naționale.

De-a lungul anilor, Banca Națională a fost pusă în repetate rânduri în situația de a urmări obiective multiple, adeseori contradictorii. Astfel, în prima parte a anilor '90 s-au practicat pe scară relativ importantă credite direcționate, în special pentru agricultură și export, din emisiunea băncii centrale, cu dobândă preferențială. Aceste credite, prin fenomenul multiplicării bazei monetare, generau o cantitate de bani excesivă în economie și – mai important – distorsionau alocarea resurselor în economie prin favorizarea netransparentă a unor sectoare în dauna tuturor celorlalte.

Dacă mai este nevoie să subliniem o dată cât de greșită este o asemenea orientare, putem remarca următoarele lucruri: cele două bănci prin care s-a urmărit promovarea acestui tip de politică sectorială (Bancorex și Banca Agricolă) au înregistrat pierderi imense și în cele din urmă și-au încetat funcționarea, fără ca obiectivele urmărite să poată fi consolidate: exporturile în România au crescut puternic mai ales din 2000 încolo, într-o perioadă în care nu mai existau demult măști de oxigen sub forma creditelor preferențiale. Agricultură rămâne în continuare o problemă deschisă, deși la un moment dat subvenția implicită generată de creditele BNR acordate agriculturii ajunsese la 10 la sută din PIB, nu întâmplător chiar în anul 1993, în care s-a înregistrat cea mai ridicată rată a inflației. Lecția care se desprinde din aceste experiențe este că banca centrală nu poate, în același timp, controla expansiunea monetară și sprijini masiv politica Guvernului de dezvoltare sectorială.

Un alt obiectiv care a fost avut în vedere de Banca Națională în toată această perioadă a fost sustenabilitatea balanței de plăți externe. Teoria economică este deosebit de clară în această privință: echilibrul extern și stabilitatea internă a prețurilor nu pot practic să fie îndeplinite, în același timp, numai prin intermediul instrumentelor de care dispune banca centrală. Existența unor dezechilibre structurale importante a făcut ca de-a lungul ultimilor 14 ani să existe momente critice în care pur și simplu evitarea unei crize externe majore a obligat la concentrarea întregii atenții asupra acestei componente a politicii băncii centrale, lupta împotriva inflației devenind secundară.

Fie-mi îngăduit să mă refer pe scurt la două astfel de momente, ambele trecute cu bine, dar ambele atrăgând inevitabile costuri remanente.

Primul moment s-a petrecut în iarna anului 1991-1992.

Rezervele valutare ale băncii centrale erau la acel moment de ordinul câtorva sute de milioane de dolari, nivel care nu ar fi asigurat nici măcar importurile de strictă necesitate ale țării, necum totalitatea importurilor pe un trimestru, așa cum recomandă practica economică. Or, anul 1991 fusese un an agricol foarte slab și atrăsese nevoia urgentă de importuri de grâu. În aceeași termenii se pune și problema importurilor energetice sezoniere. Criza politică declanșată de mineriada din toamna anului 1991 a blocat complet finanțarea externă (cu excepția unei tranșe a creditului de la FMI), astfel încât țara era foarte aproape de încetarea plăților externe. Într-o atare împrejurare a fost adoptată decizia unificării cursurilor de schimb, concomitent cu preluarea valutei deținute de agenții economici de către banca centrală. Măsura a fost aspru criticată, dar ea a rezolvat o situație de criză, pentru care nu exista alternativă în acel moment, și a atenuat mult decalajul dintre cursul oficial și cel al pieței. Lecția care s-a degajat a fost că măsurile administrative pot da rezultate numai pe termen scurt, costurile acestora menținându-se pentru multă vreme, fie și numai în plan psihologic.

Al doilea moment critic a fost în anul 1999, an în care s-au acumulat scadențe însemnate ale creditelor anterioare, totalizând plăți aferente datoriei publice și garantate public de 2 160 milioane dolari, sumă care depășea rezerva valutară a Băncii Naționale de la începutul anului respectiv. O conjunctură internațională nefastă (după criza din țările Asiei de Sud-Est din 1997 a urmat criza valutară din Rusia în 1998) a făcut practic imposibil accesul României la orice sursă de împrumut de pe piața externă, pentru a „rostogoli” parțial creditele scadente. În acel an, din păcate, Fondul Monetar Internațional a încercat aplicarea unei noi politici de ieșire din criză, așa-numita *burden sharing* (adică împărțirea poverii) care s-a dovedit un experiment nefericit, ce a trebuit abandonat. Fapt este că România a trebuit să facă față plăților externe și să evite încetarea plăților, aproape în exclusivitate pe seama resurselor interne. Ulterior, această performanță a jucat un rol important în îmbunătățirea *rating*-ului de țară și se repercutează favorabil asupra condițiilor de acces la piața financiară externă, din prezent și din viitor. Prețul plătit a fost o comprimare a consumului intern, accelerarea deprecierei leului și reînflamarea inflației, care a ajuns în 1999 la 54,8 la sută, față de 40,6 la sută în anul anterior. Merită semnalat faptul că opțiunea autorităților române pentru flexibilitatea cursului de schimb și-a dovedit utilitatea în acest moment deosebit de critic.

Situațiile descrise mai sus reprezintă, în ultima analiză, alegeri între obiective imediate și interese pe termen mai lung. Unele sunt într-o intimă întrepătrundere – cum este cazul evitării încetării plăților externe, al cărei efect pe termen lung este foarte important, chiar dacă nu imediat cuantificabil. Și reciproca este valabilă, iar o experiență nefericită am putut-o urmări la vecinii noștri de la sud de Dunăre. Acolo, explozia prețurilor a fost generată în fond de datoria publică scăpată de sub control, dar criza s-a declanșat în momentul încetării plăților externe. Ieșirea din criză s-a realizat prin adoptarea mecanismului Consiliului Monetar – după ce practic toate economiile cetățenilor fuseseră înghițite de inflație, șomajul explodase dramatic, iar salariile ajunseseră la câțiva dolari pe lună.

Fapt este că, în condiții de dezechilibru macroeconomic și de insuficientă restructurare a economiei, soluțiile sunt, aproape întotdeauna, arme cu două tăișuri, ce repară un rău, dar produc altul în loc. La noi, răul care a rămas a fost o rată a inflației mai ridicată decât în toate țările ce se pregătesc să accedă în Uniunea Europeană.

Pe măsură ce reforma în România a căpătat mai multă substanță, iar dezechilibrele structurale s-au atenuat sensibil, a devenit posibilă diminuarea treptată a ratei inflației. Aceasta este prognozată să rămână la circa 14 la sută în 2003, pentru anul următor fiind pentru prima dată avută în vedere o inflație cu o singură cifră. În acest moment trebuie să ne punem însă cu luciditate o serie de întrebări. Cea mai importantă este, fără îndoială, dacă economia românească a fost în suficientă măsură restructurată încât să poată susține durabil reducerea atât de însemnată a ratei inflației. A

doua întrebare este în ce măsură și cum anume pârgăniile de ordin monetar, de care dispune banca centrală, pot contribui la acest proces.

În cazul primei întrebări, sunt de notat o serie de succese recente semnificative, în planul creșterii economice, al majorării rezervelor valutare și al reducerii inflației. Rămâne în continuare critică problema arieratelor către buget și către furnizorii de utilități, de a cărei rezolvare durabilă depinde în ultimă instanță răspunsul la întrebarea formulată. Pentru banca centrală este însă important să poată formula un răspuns la cea de-a doua întrebare, aceea care ține direct de activitatea ei. Consiliul de administrație al Băncii Naționale și numeroși experți au analizat sub multiple aspecte situația actuală și perspectivele politici monetare a băncii centrale. Concluzia care s-a degajat a fost aceea că la momentul potrivit banca va trebui să își recalibreze politica monetară având în vedere nu o țintă intermediară, ci însăși evoluția prețurilor în economia românească. Trebuie spus că utilizarea agregatelor monetare ca țintă intermediară s-a dovedit a fi un bun slujitor în perioada de coborâre a inflației către nivelul actual. Fără îndoială că evoluția agregatelor monetare va rămâne în atenția Băncii Naționale și atunci când vom trece la țintirea inflației. Totuși intrarea într-o nouă etapă în evoluția cadrului politicii monetare este de dorit să se regăsească și într-un angajament public față de obiectivul de inflație anunțat. Această strategie urmărește să dea un plus de credibilitate, care poate contribui efectiv la atingerea țintei.

Analizele noastre au avut în vedere și posibilitatea „fixării” cursului valutar, așa cum au procedat alte țări în tranziție precum Ungaria care, în prima jumătate a anilor '90, a adoptat un mecanism de glisare controlată a cursului (*crawling peg*) sau Bulgaria, care în 1997 a adoptat mecanismul Consiliului Monetar (*currency board*), într-un moment de criză financiară majoră. Analizele au arătat că nici una din aceste soluții nu s-ar potrivi României în perioada de preaderare la Uniunea Europeană. Glisarea controlată ajută la controlul inflației când aceasta coboară dinspre 30-40 la sută

și mai puțin atunci când este vizat un palier scăzut, fie și numai pentru faptul că glisarea încorporează în ea însăși o anticipație inflaționistă. De altfel, Ungaria a abandonat acest mecanism din anul 2000 și a trecut la țintirea directă a inflației.

În plus, turbulențele de pe piața valutară internațională ar face nepotrivită în acest moment ancorarea leului în orice formulă fixă de una sau mai multe valute majore ale lumii. Varianta cea mai rigidă, cea a Consiliului Monetar, pare în acest context cea mai puțin atrăgătoare, argumentele în acest sens putând fi rezumate, în câteva cuvinte, astfel: Consiliul Monetar obligă la numeroase măsuri deosebit de dure în plan fiscal și al politicii de venituri, iar economia devine extrem de vulnerabilă la șocuri externe. Dacă măsurile de ordin intern nu sunt aplicate, Consiliul Monetar eșuează, așa cum s-a întâmplat în Argentina, fără a se fi cules roadele urmărite.

Dacă măsurile de ordin intern sunt adoptate, dispăre însăși necesitatea unei formule atât de drastice cum este Consiliul Monetar.

În aceste condiții, țintirea directă a inflației pare să devină calea adecvată prin care banca centrală să-și poată aduce contribuția la efortul de reducere a inflației către nivelurile acesteia din țările Uniunii Europene.

III. ÎNVĂȚĂMINTE DIN EXPERIENȚA ALTOR ȚĂRI PRIVIND ȚINTIREA DIRECTĂ A INFLAȚIEI

Conceptul de țintire directă a inflației este unul dintre cele mai moderne în materie. Discuții teoretice au avut loc prin anii '80, iar prima țară care a implementat acest regim a fost Noua Zeelandă, începând din 1989. Până în prezent, aproape 20 de țări au adoptat același regim, chiar dacă au existat detalii de ordin tehnic diferite de la o țară la alta.

Este remarcabilă în primul rând diversitatea condițiilor din aceste țări la momentul adoptării politicii de țintire directă a inflației. Astfel, în timp ce Canada, Marea Britanie, Finlanda, Spania, dar și Brazilia, înregistrau rate ale inflației de 5 la sută anual sau mai puțin, mecanismul a

fost adoptat și de Chile și Israel, ale căror rate ale inflației erau de 20 la sută sau mai mult, precum și de Cehia, Polonia și Ungaria, care înregistrau rate ale inflației în jurul unei valori anuale de 10 la sută.

Trebuie spus că, în toate cazurile, rata inflației a scăzut după adoptarea noului regim – ceea ce, în fond, reprezintă motivul esențial pentru care acesta a fost adoptat. Trebuie subliniat însă că, de asemenea, în toate cazurile, prioritatea luptei împotriva inflației a fost recunoscută și acceptată public, o dată cu acceptarea unor inevitabile costuri pe termen scurt pe care aceasta le generează. Aceste costuri, precum și implicațiile generale ale țintirii directe a inflației, trebuie discutate, înțelese și acceptate în toată complexitatea lor de societatea românească înainte, chiar, ca noul regim să fie pus în aplicare. Banca Națională lucrează și va lucra urmărind interesul național pe termen lung, dar o performanță autentică nu poate fi obținută decât cu un sprijin larg al societății.

Va trebui ca guvernul, autoritățile locale, sindicatele, societatea civilă în ansamblul ei să participe la această dezbatere și să accepte că reducerea inflației este posibilă, este benefică pe termen lung pentru economia românească, dar ea se poate atinge numai prin mai multă rigoare, mai multă disciplină, mai multă responsabilitate în îndeplinirea obligațiilor fiecăruia dintre noi. Este de semnalat astfel că, practic, toate țările industriale care au adoptat acest regim au înregistrat în primii ani rate mai înalte ale șomajului, atât comparativ cu propriile performanțe anterioare, cât și cu alte țări dezvoltate. Totuși, ratele șomajului au fost numai temporar mai ridicate, după care au revenit la niveluri comparabile cu ale altor țări, pe un fond de inflație mai scăzută și cu un potențial de creștere economică mai durabilă. Trebuie subliniat însă că nu țintirea inflației a fost cauza creșterii ratei șomajului în acele țări, ci măsurile adoptate pentru corectarea dezechilibrelor acumulate în economie; țintirea inflației nu a fost decât hârtia de turnesol care a pus în evidență mai clar dezechilibrele economice, permițând astfel corectarea lor promptă. În mod simetric, desigur, rezultatele obținute în controlul inflației s-au datorat în principal abordării adecvate a dezechilibrelor din economie, reducerea inflației fiind mai degrabă o consecință decât o cauză.

O altă caracteristică general valabilă în cazul țărilor care au trecut la țintirea directă a inflației este că acestea rezolvaseră marile dezechilibre din economie înainte de adoptarea noii strategii de politică monetară. Aceasta nu poate da rezultate atunci când sunt încă „fracturi” însemnate de „vindecă”, cum ar fi eliminarea subvențiilor și alinierea la nivel internațional a prețurilor pentru produse și servicii cu pondere în consumul cetățenilor sau restructurarea unor sectoare economice sau întreprinderi mari. Țintirea directă a inflației poate da rezultate doar pentru realizarea unor reglaje fine în economii relativ echilibrate. În cazul nostru, finalizarea privatizării unor mari întreprinderi, precum și adoptarea unor măsuri substanțiale de restructurare a sectorului energetic trebuie să preceadă țintirea directă a inflației.

IV. PRECONDIȚIILE ȚINTIRII DIRECTE A INFLAȚIEI ȘI ÎNDEPLINIREA LOR ÎN ROMÂNIA

1. Componenta culturală

Înainte de a aborda aspectele tehnice sau de ordin cantitativ legate de țintirea inflației, este important să discutăm componenta de ordin calitativ cea mai importantă, de răspunsul căreia depinde în ultimă instanță succesul noii politici. Așa cum s-a arătat în această lucrare, precum și în alte intervenții publice ale reprezentanților Băncii Naționale, mecanismele de ordin monetar sunt fără îndoială importante, dar în nici un caz nu-și pot asuma obiective deosebit de ambițioase fără un sprijin adecvat al autorităților publice și al celorlalte componente ale societății civile.

Trebuie spus că, mai cu seamă, în prima jumătate a anilor '90, fenomenele monetare au fost cu greu înțelese și acceptate în complexitatea lor, atât de factori de decizie politică, cât și de numeroși analiști. S-a ajuns cu ușurință la paradoxul că toată lumea se plângea de efectele inflației, cei mai mulți recunoșteau nevoia de acțiuni pentru combaterea acesteia, dar în plan practic decizia economică atrăgea mai degrabă creșterea decât scăderea inflației. În unele cazuri, ceea ce se învățase înainte de 1990 în școli și facultăți venea pur și simplu în contradicție cu noile realități ale economiei. Astfel, rolul ofertei în determinarea evoluției prețurilor era considerat hotărâtor, cererea

neavând vreun cuvânt de spus. De aceea, aducerea ratelor dobânzilor în palierul real pozitiv a fost o măsură vehement contestată de numeroși analiști și oameni politici, unul din argumente fiind acela că prin creșterea ratelor dobânzilor cresc costurile și inevitabil și prețurile – ceea ce este fals.

O altă componentă de ordin cultural o reprezintă importanța pe care decidentul politic trebuie să o acorde încrederii pe care o poate induce publicului prin măsurile pe care le adoptă.

În cazul când politicile sunt credibile și coerente, iar prezentarea acestora se face detaliat și transparent, rezultatul nu poate fi altul decât pozitiv. De altfel, pe măsură ce mecanismele economiei de piață câștigă în maturitate, rolul evaluărilor făcute de actorii scenei economice capătă o importanță tot mai mare în evoluția economiei în ansamblul ei. Rezultanta subiectivităților actorilor devine în cele din urmă un factor obiectiv de cea mai mare importanță, căruia trebuie să i se acorde poziția cuvenită. În acest sens, merită semnalat faptul că în țările care au trecut la țintirea directă a inflației s-a ridicat și problema măsurii în care această decizie de politică monetară influențează prin ea însăși comportamentul economiei și deci afectează ecuațiile econometrice avute în vedere la stabilirea măsurilor concrete de politică monetară.

Exprim aici opinia că un rol covârșitor în succesul demersului pe care îl pregătește Banca Națională îl va juca progresul componentei de ordin cultural, adică înțelegerea și acceptarea la nivelul societății românești a importanței eforturilor pentru stabilitatea prețurilor și a încrederii în politicile adoptate de Guvern și de Banca Națională în acest scop. La rândul lor, aceste politici trebuie astfel calibrate încât să inspire încrederea de care este nevoie.

2. Credibilitatea băncii centrale

În strânsă întrepătrundere cu componenta de ordin cultural, credibilitatea băncii centrale este un factor însemnat în succesul noii strategii de politică monetară. În cazul în care publicul larg are încredere în previziunile formulate de banca centrală, aceste previziuni sunt încorporate în planurile de afaceri și în ultimă instanță contribuie la însăși îndeplinirea predicției formulate de banca centrală. Trebuie spus însă că încrederea este un „activ” care se dobândește foarte greu și se poate pierde în câteva clipe. Pentru a accede la încrederea publicului, Banca Națională a urmărit să aibă o poziție echilibrată și s-a ferit să facă promisiuni pe care să nu le poată îndeplini sau evaluări insuficient fundamentate. De asemenea, banca centrală a încercat să aibă o atitudine transparentă, să prezinte evaluările sale publicului larg și să urmeze o politică monetară coerentă.

Desigur, nu toate măsurile pe care le adoptă banca centrală sunt acceptate cu ușurință, mai cu seamă atunci când aceste măsuri vizează, de exemplu, înăsprirea condițiilor de pe piața monetară. Este important însă ca publicului să-i fie explicate măsurile adoptate, iar acesta să accepte în final că măsurile impopulare pe termen scurt contribuie la un beneficiu mai substanțial pe termen mai lung.

3. Capacitatea de acțiune a băncii centrale

Literatura de specialitate și experiența tuturor țărilor care au trecut la țintirea inflației așează capacitatea de acțiune a băncii centrale pe primul loc între condițiile de ordin instituțional care trebuie îndeplinite pentru succesul demersului. În primul rând, banca centrală trebuie să dispună de autonomia necesară pentru stabilirea obiectivelor și pentru adoptarea măsurilor care permit atingerea lor. Aici este vorba nu numai despre statuarea legală a autonomiei băncii centrale, ci și de existența condițiilor economice și politice pentru ca această autonomie să se manifeste în practică. Ideal este ca prevalența obiectivului antiinflaționist al băncii centrale să fie explicit prevăzută în lege, iar formularea acesteia să nu sufere de ambiguități cum ar fi stabilirea concomitentă în sarcina băncii centrale a altor obiective, care ar putea intra în conflict cu urmărirea stabilității prețurilor.

Această primă condiție este îndeplinită în mod satisfăcător în țara noastră. O legislație bancară modernă a fost adoptată încă din anul 1991, iar unele imperfecțiuni ale acesteia au fost corectate în 1998. În prezent, o a doua revizuire a legislației bancare este avută în vedere de

Parlamentul României, scopul declarat fiind alinierea până în cele mai mici detalii la legislația similară din țările Uniunii Europene. Există așadar premise mulțumitoare pentru îndeplinirea acestei prime condiții.

În al doilea rând, banca centrală are nevoie de cel puțin un instrument eficace în a controla procesul inflaționist și în a ancora anticipațiile inflaționiste ale publicului. Mai mult decât atât, este nevoie și de capacitatea de a însufla publicului încrederea că utilizarea acestor instrumente va aduce rezultatele urmărite. Mai mult poate decât în cazul oricărei alte componente a politicii economice, succesul politicii monetare depinde de încrederea pe care o transmite publicului.

Datele obiective ale problemei sunt favorabile în bună măsură. Astfel, plafoanele de credit au dispărut încă din 1991, iar creditele direcționate din emisiune a băncii centrale au încetat să existe de aproape un deceniu. Ratele dobânzilor se formează prin jocul liber al cererii și al ofertei, fără intervenții administrative ale băncii centrale. De asemenea, existența unei piețe secundare a titlurilor de stat relativ adâncă și lichidă constituie o altă premisă îndeplinită satisfăcător (*Graficul nr.2: Piața secundară a titlurilor de stat, 2000-2003*). Este totuși de semnalat faptul că numărul și valoarea tranzacțiilor de pe această piață marchează un anumit declin, ale cărui cauze și implicații trebuie analizate în continuare.

Există totuși două circumstanțe care afectează capacitatea Băncii Naționale de a utiliza cu eficacitate deplină instrumentele sale de politică monetară. Prima este nivelul relativ scăzut al monetizării și al celorlalți indicatori legați de aceasta în economia românească. Persistența fenomenului inflaționist a avut numeroase efecte negative, printre care probabil cel mai semnificativ îl reprezintă nivelul insuficient al indicatorilor de intermediere financiară. Astfel, masa monetară, creditul neguvernamental și totalul activelor din sistemul bancar raportate la produsul intern brut sunt indicatori care se cifrează la cel mai scăzut nivel între țările ce urmează a accede în Uniunea Europeană, iar față de actualii membri toți cei trei indicatori sunt la foarte mare distanță (*Graficele nr. 3, 4 și 5: Indicatori monetari în produsul intern brut, 1998-2002*).

Ca urmare a acestei stări de lucruri, există atât riscul calibrării insuficient de exacte a măsurilor de politică monetară, cât și pericolul ca măsurile adoptate să „gliseze” la suprafața fenomenelor fără a antrena efectele urmărite. Un singur exemplu în acest sens: Banca Națională poate ajunge la concluzia că înăsprirea condițiilor monetare ar favoriza atingerea țintei de inflație urmărite. Dacă însă agenții economici au la îndemână pârgăria creșterii arieratelor, efectul măsurilor băncii centrale este anulat, iar credibilitatea sa poate fi compromisă.

Cea de-a doua circumstanță – legată de cea dintâi – este nivelul ridicat al ratei rezervelor obligatorii, care micșorează semnificativ marja de manevră a băncii centrale în urmărirea obiectivelor sale de politică monetară și de altfel este perceput ca o parte a „represiunii financiare”. Creșterea ratelor rezervelor obligatorii a avut două cauze principale: costul ridicat al falimentelor unor bănci din ultima parte a anilor '90, suportat cel puțin indirect prin emisiune de monedă a băncii centrale; și emisiunea produsă prin cumpărările masive ale Băncii Naționale de pe piața valutară internă făcute atât pentru a atinge un nivel adecvat al rezervelor valutare, cât și pentru a evita o supraapreciere nesustenabilă a leului în raport cu valutele majore ale lumii.

Posibilitatea reducerii ratelor rezervelor obligatorii este din păcate diminuată de însăși monetizarea scăzută a economiei din acest moment, chiar dacă tendința de remonetizare a economiei este prezentă în ultimii ani. Tema aceasta are o importanță crucială în evaluarea condițiilor actuale și perspectivelor pieței monetare din țara noastră.

Nivelul monetizării unei economii depinde în ultimă instanță de performanțele structurale ale acesteia, respectiv de capacitatea ca orice creștere a cantității de bani să se materializeze într-un spor al producției cerute de o piață solvabilă. Este naiv să gândim că monetizarea se poate produce prin „bunăvoința” băncii centrale, adică dacă aceasta lasă o cantitate de lichiditate mai mare în circulație. În realitate, surplusul de monedă antrenează menținerea unor structuri deficitare, risipa de resurse și, în cele din urmă, atrage creșterea inflației mai mult decât a producției pentru care există cerere solvabilă.

Astfel, demonetizarea în raport cu PIB s-a produs în condițiile în care creșterea nominală a agregatelor monetare a fost mai mult decât notabilă. În perioada 1991-2000, ritmul mediu anual de

creștere a masei monetare nominale a fost de 80 la sută, iar al creditului neguvernamental de 60 la sută. Cea mai mare parte a acestei creșteri s-a tradus însă în inflație, întrucât a alimentat industrii ineficiente și a acomodat restructurarea lentă a economiei.

Merită semnalat în același context că, în perioada ianuarie 2001 - august 2003, ritmul mediu anual de creștere a celor doi indicatori monetari a fost în termeni nominali mai scăzut, de 32 la sută în cazul masei monetare și de 57 la sută în cazul creditului neguvernamental. Această creștere s-a produs însă într-un mediu economic mai favorabil, efectul fiind o creștere medie anuală în termeni reali de 9,5 la sută în privința masei monetare și de nu mai puțin de 30,3 la sută în privința creditului neguvernamental.

În perspectivă, obturarea accesului la resurse pentru întreprinderi care nu au o piață de desfacere sau care consumă mai mult decât produc va reprezenta în continuare principala cale prin care transformările din sectorul real se vor repercuta în condiții mai favorabile pe piața monetară și a creditului.

În concluzie, există un cadru legislativ adecvat, sunt îndeplinite de asemenea cele mai multe dintre condițiile de ordin cantitativ pentru a permite o acțiune eficientă antiinflaționistă a băncii centrale. Cu toate acestea, succesul va depinde în mare măsură de un mediu economic mai favorabil, în care eliminarea capacității agenților economici de a genera arierate este esențială.

4. Armonizarea deplină a politicii monetare cu politica economică generală a Guvernului

Cele ce urmează nu trebuie privite ca o critică voalată a băncii centrale la adresa Guvernului. De altfel, rezultatele de până acum obținute în reducerea presiunilor inflaționiste s-au datorat unei colaborări tot mai bune între Guvern și Banca Națională, faptului că de la declarații de bune intenții s-a trecut la conlucrare efectivă până la detalii de ordin tehnic.

În momentul în care însă nu se mai pune problema coborârii inflației de la 50-60 la sută pe an la 20-30 la sută, ci de la 14 la sută la mai puțin de 5 la sută, avem de-a face cu un palier calitativ nou, care lasă mult mai puțin loc pentru decizii discreționare sau insuficient fundamentate. Prin această prismă, colaborarea dintre Guvern și Banca Națională va trebui să capete noi valențe.

Pentru a ilustra aceasta mă voi rezuma la două exemple: primul se referă la prețurile administrate din economia românească. Ponderea în PIB a produselor din această categorie este aproape neglijabilă. Totuși, în coșul de consum al cetățeanului există o serie de servicii și produse al căror preț este supravegheat de organisme publice. Printre acestea, cele mai importante sunt gazele naturale, energia electrică și termică. Modificarea prețurilor pentru aceste produse afectează într-o măsură destul de importantă inflația măsurată prin prețuri la consumator și drept urmare influențează performanța în stăpânirea inflației. Este de semnalat în acest context faptul că în luna septembrie a acestui an rata inflației a ajuns la 2,1 la sută, în special ca urmare a creșterii prețului la gaze naturale și la energie electrică. Salturi bruște, precum cel de la 0,3 la sută în august la 2,1 la sută în septembrie, fac dificilă gestionarea pe termen scurt a politicii monetare și valutare. Rata medie de 15,9 la sută în ultimele 12 luni reprezintă cel mai înalt nivel cumulativ începând din aprilie, iar el explică măsurile adoptate de curând de Banca Națională, de creștere a dobânzilor la depozitele atrase, ținta declarată fiind de a menține rata inflației la un nivel care să nu depășească 14 la sută până la sfârșitul anului.

Al doilea exemplu se referă la o componentă macroeconomică însemnată: deficitul public și finanțarea acestuia. Reducerea în continuare a ratelor inflației se poate realiza numai în condițiile în care deficitul public – fiscal plus cvasifiscal – înregistrează o diminuare treptată. Componenta mai greu comensurabilă, dar nu mai puțin importantă, o reprezintă deficitul cvasifiscal, care poate fi definit prin nivelul arieratelor față de utilități publice și alți producători de bunuri și servicii aflați sub controlul statului. Dacă nivelul total al acestuia este dificil de cunoscut în fiecare moment, o aproximare suficient de bună o reprezintă datoriile publicului către furnizorii de energie, nivel care este monitorizat îndeaproape. Menținerea sau creșterea acestor arierate ar semnifica persistența

problemelor structurale, păstrarea în funcțiune a consumatorilor care risipesc resursele și în ultimă instanță continuarea presiunilor inflaționiste.

În privința deficitului fiscal, analiza trebuie să fie mai nuanțată. Prudența îndeamnă, fără îndoială, la menținerea acestuia în limite controlabile. Creșterea lui ar putea fi totuși avută în vedere, dacă reducerea deficitului cvasifiscal este consistentă și durabilă, iar deficitul fiscal suplimentar nu finanțează menținerea unor structuri sau practici neviabile, ci creează condiții pentru o creștere sănătoasă, cum ar fi de exemplu în cazul deficitului suplimentar efectiv utilizat numai pentru obiective de infrastructură, a căror finanțare este realizată în cea mai mare parte din resurse externe.

Atunci când vorbim despre rate anuale ale inflației de 5 la sută sau mai mici, nu numai deficitul contului consolidat al statului este important, ci și ritmul în care acesta este constituit în cursul anului, precum și raportul dintre finanțarea internă și finanțarea externă. Mai mult decât atât, deficitul cvasifiscal reprezentat de arieratele către buget sau către utilitățile publice trebuie sever controlat, întrucât atrage și el presiuni inflaționiste.

Percepția și evaluările publicului în privința calității colaborării dintre Guvern și banca centrală joacă de asemenea un rol însemnat în construirea anticipațiilor inflaționiste. Domeniul acesta a fost încă insuficient analizat în țara noastră și se poate spune că este puțin înțeles. Până la trecerea efectivă la țintirea inflației ca obiectiv al politicii monetare a Băncii Naționale va trebui ca analizele să se oprească mai mult și asupra acestei componente.

5. Cerințe de ordin tehnic

Admițând că atât componentele de ordin calitativ, cât și cele de ordin cantitativ descrise mai sus vor putea să îndeplinească condițiile pentru a trece la țintirea inflației în 2005, rămân de analizat cu atenție cerințele de ordin tehnic de care depinde performanța în stăpânirea inflației. Aceste cerințe, doar în aparență secundare, au rolul lor în definirea clară a obiectivelor, în înțelegerea acestora de către actorii scenei economice și nu în ultimul rând în dobândirea sprijinului necesar pentru atingerea obiectivului urmărit. Nu voi intra aici în prea multe detalii legate de aceste cerințe. Câteva observații sunt totuși necesare.

În primul rând, indicele de prețuri care va fi ales trebuie să fie cel adecvat. Teoretic, cel mai adecvat indice este deflatorul PIB. Acesta însă este disponibil cu întârziere inacceptabil de mare și este supus unor revizuirii ulterioare, fapt pentru care îi este preferat indicele prețurilor de consum (IPC). Așa cum am văzut, acesta este influențat însă de prețurile controlate de autoritățile publice, precum și de factori cu caracter sezonier. Ar putea fi avută în vedere utilizarea unei „inflații de fond” (*core inflation*). Aceasta răspunde cerinței esențiale ca să existe o legătură de cauzalitate între instrumentele politicii monetare și obiectivul urmărit. Totuși, definiția inflației de fond este mai puțin accesibilă publicului larg, ceea ce poate genera impresia de lipsă de transparență – cu efecte probabile nedorite asupra credibilității întregului mecanism.

În al doilea rând, va trebui perfecționată cunoașterea mecanismului de transmisie a politicii monetare. Practic, este nevoie ca Banca Națională să poată prezice evoluția prețurilor pornind de la situația trecută și de la influențele deciziilor de politică economică prezente. Economiile cele mai evaluate ale lumii dispun de modele econometrice în acest scop, a căror fiabilitate a putut fi testată ani de-a rândul. Modelele de care dispunem noi în acest moment nu îndeplinesc aceste condiții decât într-o mică măsură. Nici nu este de mirare că lucrurile stau în felul acesta, în condițiile în care tranziția însăși reprezintă un proces deosebit de dinamic, care antrenează modificări de amploare asupra agregatelor economice și asupra comportamentului agenților economici. În această situație, judecățile de valoare se vor baza, cel puțin într-o primă perioadă, mai degrabă pe analiza indicatorilor monetari relevanți decât pe utilizarea pe scară largă a modelelor econometrice.

În sfârșit, trebuie stabilite țintele cantitative și calendarul atingerii acestor ținte. În condiții obișnuite trebuie spus că și această componentă de natură tehnică poate comporta numeroase dezbateri, cât se poate de justificate în fond. Nu este același lucru ca ținta de inflație să fie de exemplu „palierul 6-8 la sută” sau „cel mult 5 la sută”. Probabil, politicile trebuie să fie mult mai

riguroase, iar efectele imediate sunt mai costisitoare în al doilea caz decât în cel dintâi. Ca urmare, stabilirea țintei trebuie să aibă în vedere măsura în care societatea este pregătită pentru un obiectiv sau pentru celălalt. Am putea afirma fără a greși că această problemă este practic rezolvată în cazul țării noastre, întrucât există deja decizia politică a aderării la Uniunea Europeană și, mai mult decât atât, la zona euro. Cu alte cuvinte, țara noastră și-a propus deja să atingă nivelurile de convergență stabilite în Tratatul de la Maastricht la orizontul anului 2009, fapt care simplifică stabilirea țintelor intermediare ce trebuie atinse, inclusiv în ceea ce privește rata inflației. Desigur, claritatea obiectivului nu face mai puțin dificilă adoptarea deciziilor pentru atingerea lui. Existența unui țel clar, împărtășit de majoritatea covârșitoare a cetățenilor țării, face însă ca acceptarea eforturilor ce vor fi necesare să se poată realiza în condiții mai bune.

V. CONCLUZII

Cele discutate mai sus arată că trecerea la noua strategie de politică monetară nu este simplă, iar succesul în atingerea obiectivelor ce vor fi stabilite va depinde de numeroși factori de ordin politic, economic și în ultimă instanță de sprijinul publicului.

Trecerea la țintirea directă a inflației reprezintă mai mult decât o tehnică nouă, ea mărește răspunderea publică a băncii centrale și în același timp obligă la o strânsă conlucrare între toți factorii care influențează evoluția fenomenelor economice: Guvern, sindicate, patronat și, desigur, banca centrală.

Până la adoptarea noului regim al politicii monetare, dezbaterile publice a acestuia este deosebit de importantă. Însuși fenomenul inflaționist va trebui înțeles mai bine atât de către autoritățile publice, cât și de cetățeanul de rând. Pentru a contribui la acest proces, banca centrală a lansat încă din anul

2001 un „Raport asupra inflației” publicat semestrial. Fără îndoială că acest raport va trebui perfecționat, în sensul creșterii ponderii componentei prospective a acestuia, ca și al sporirii frecvenței de realizare. Dezbaterile publice pe tema inflației și a instrumentelor pentru controlul acesteia trebuie de asemenea să capete o amploare mai mare. De altminteri, această analiză se dorește a fi în primul rând o provocare, o invitație la exprimarea altor puncte de vedere și la o dezbateră aprofundată și constructivă a temei în discuție.

Professor Doctor Mugur Isărescu
Corresponding Member of the Romanian Academy
TOWARDS A NEW STRATEGY
OF MONETARY POLICY:
INFLATION TARGETING

Dissertation

on the occasion of being awarded degree
of *Doctor Honoris Causa*
by Craiova University
Craiova, 17 October 2003

Contents

I. Introduction

II. Why inflation targeting

III. Lessons from the experience of other countries

IV. Prerequisites for achieving inflation targeting in Romania

1. Cultural component
2. Credibility of the central bank
3. The central bank's capability to act
4. Full harmonisation of the monetary policy
with the Government's economic policy
5. Technical requirements

V. Concluding remarks

Charts

I. INTRODUCTION

Inflation is a bad thing, which harms the economy in both short and long run. In the short run, inflation erodes the purchasing power of the currency, thereby affecting the most vulnerable social groups such as pensioners, stipendiaries, and people earning fixed incomes. In the long run, inflation deters investment and stifles economic growth. A while ago, the analysts thought of inflation as having also a good part, meaning that it would be possible to achieve a higher level of employment by accepting a somewhat higher inflation. In the course of time, not even this assertion proved true as the positive effect of inflation on unemployment is short-lived, while over the long term the prevailing effects are dissaving and disinvestment as a result of uncertainties entailed by high inflation. Given the reasons mentioned above, fighting inflation is a basic prerequisite for achieving sustainable economic growth and welfare of citizens. In most developed countries the central bank was assigned the function of being the guardian of price stability, other functions such as ensuring the equilibrium of balance of payments and spurring economic growth receding into the background, while functions such as ensuring a high level of employment and development of some sectors as part of the industrial policy of the public authorities were deemed inappropriate or even conflicting with the primary goal of the central bank. Once the fight against inflation was established as the primary objective of the central bank, it was necessary to provide the monetary authority with the tools and levers by means of which the bank can contribute significantly to ensuring price stability. In this respect, the empirical experience and the economic literature show the wide range of policies used by various countries, under various economic and political circumstances. Undoubtedly, there is no one-fits-all policy and so much the less an infallible remedy. Under no circumstances and nowhere the monetary policy alone can ensure price stability, the achievement of this objective being influenced, sometimes decisively, by other components of the policy mix pursued by the authorities, among which fiscal and incomes policies are the most important. In most countries, the anti-inflationary objective is pursued by making use of intermediate targets such as money supply, credit volume, interest rate or exchange rate. During the last few decades, as the phenomena influencing price stability have been better understood and relatively sophisticated instruments of analysis have been developed – on the basis of statistical evidence covering longer periods and of complex econometric models – adoption by the central banks of an objective directly linked to ensuring price stability has become achievable.

Romania, in turn, intends to shift from intermediate targets to direct inflation targeting in 2005; this is seen as a leap forward in curbing inflation and an integral part of the process of achieving economic convergence with the EU countries with a view to joining this select club.

This paper discusses the basic prerequisites the Romanian economy should fulfil and the ways by which they can be carried out so that inflation in Romania reach a level close to that of the other countries that will join the EU in 2004, and ultimately catch up with the other EU members.

Section two brings forward the arguments stemming from the experience acquired by Romania, which are in favour of adopting the new monetary policy strategy; the conclusion is that inflation targeting becomes an adequate method by which the central bank can contribute to the efforts pledged for bringing inflation down to a level close to that of EU countries.

Section three depicts some lessons learned from the experience of other countries, which adopted direct inflation targeting. Thus, one can notice that all industrial countries that adopted this regime recorded higher unemployment rates during the first few years. Moreover, direct inflation targeting occurred amid a relative economic equilibrium, this strategy being helpful for fine-tuning purposes after the “wounds” of restructuring had been healed. Preconditions of inflation targeting and the extent to which they are accomplished in Romania are examined in section four. This section deals with the cultural component, credibility and instruments of the central bank, harmonisation of the monetary policy with the economic policy pursued by the Government, and the technical requirements that should be fulfilled to approach direct inflation targeting. The basic concluding remark highlighted in the last section is that direct inflation targeting is a new strategy, which enhances the public accountability of the central bank and requires the factors influencing economic phenomena to work closer together.

II. WHY INFLATION TARGETING?

When adopting any economic policy mix, policy makers have to take into account the conditions prevailing in that particular country, the effects of the policy pursued in the previous years, and, undoubtedly, the targets to be achieved. In a brief description of what occurred in the Romanian economy from 1990 onwards, one might assert that, when the totalitarian regime collapsed, Romania had an exceedingly poor economic situation, and the policies pursued after 1990 delayed the removal of inherited serious disparities.

One of the comparisons among former communist-bloc countries seeking EU membership might focus on the inflation developments in more than thirteen years that have passed since the collapse of the communist regime (*Chart 1: Inflation in Central and East European Countries, 1990-2002*). One can easily notice that Romania and Bulgaria, the countries that registered the largest economic imbalances, recorded the highest inflation rates. Unfortunately, Romania is the last one among this group to come close to single-digit rates, which are expected to be reached starting 2004.

This is not the case for making an exhaustive analysis of the roots of persistent inflation in Romania. However, some value judgments will allow us to underscore the reasons why direct inflation targeting will become the monetary policy strategy of the National Bank of Romania.

Throughout the years, the National Bank of Romania was many times confronted with pursuing multiple, frequently conflicting goals. Thus, the early '90s saw the relatively high level of recourse to directed soft loans, particularly in sectors such as agriculture and exports. The multiplication of the monetary base made such loans generate an excessive flow of money in the economy and – more importantly – distort resource allocation economy-wide as some sectors were granted hidden subsidies to the detriment of all the others. Let us once again remind how inappropriate such an approach can be and pinpoint the following: the two banks which benefited from such sector-oriented policy, i.e. Bancorex and Banca Agricolă, rang up huge losses and were eventually closed down, falling short of supporting the achievement of the pursued objectives: Romania's exports soared particularly from 2000 onwards, when soft loans had long been waived. Agriculture is still an open problem, even though at a given moment the implicit subsidy in the form of NBR loans to

agriculture reached 10 percent of GDP; this occurred, not quite accidentally, in 1993, when Romania experienced the highest inflation rate. The lesson to be learned from these experiences is that the central bank cannot simultaneously exert control over monetary expansion and underpin the Government's sectoral development policy.

Another objective envisaged by the NBR during this period was the sustainability of the balance of payments. Economic theory is particularly clear in this respect: external equilibrium and stability of domestic prices cannot actually be achieved simultaneously only via the instruments available to the

central bank. Substantial structural imbalances led, over the past 14 years, to critical moments when avoiding a major external crisis required focusing on this constituent of the central bank's policy, with the objective of slashing inflation receding into the background. Allow me to mention two such difficult moments that were successfully overcome, though each of them incurred enduring costs. The first difficult moment occurred in the winter of 1991-92. The then forex reserves of the central bank equalled only a few hundreds of millions of US dollars, a level that could not even cover staple imports, let alone total imports over a quarter, as recommended by economic practice. As 1991 had been a very poor agricultural year, imports of wheat were critically needed. Seasonal energy imports were also badly needed. The political crisis unleashed by the miners' uproar in the autumn of 1991 halted external financing (except for a tranche released under the IMF arrangement), so that the country was very close to payment default. Under such circumstances, the decision was taken to unify the exchange rates and the economic agents were required to surrender their foreign exchange earnings to the central bank. The measure was subject

to harsh criticism but it helped solve a crisis for which there was no alternative at that time, and narrowed the gap between official and market-determined exchange rates.

The lesson learned was that administrative measures may be successful in the short run but their costs, linger for quite a while, even if only from the psychological point of view.

The second difficult moment occurred in 1999 when a large volume of foreign borrowings reached maturity, payments related to public and publicly guaranteed debt totalling USD 2,160 million, an amount that exceeded the NBR's forex reserve at the outset of 1999. The unfavourable international

environment (after the 1997 crisis in Southeast Asia and the 1998 currency crisis in Russia) prevented Romania from borrowing in the foreign market to partially "roll over" the maturing ones. Unfortunately, in 1999, the IMF tried to implement a new type of policy for the existing crises, the so-called burden sharing, which ended up in failure. Under the circumstances, Romania had to cope with external payments and to ward off payment default, almost solely on the back of domestic resources. Subsequently, the mastering of the crisis played a major role in upgrading Romania's sovereign rating, facilitating the country's present and future access to foreign financing. The price we had to pay was the contraction of domestic consumption, sped-up depreciation of the ROL and rekindling of inflation, which reached 54.8 percent in 1999, from 40.6 percent in the prior year. It is worth noting that the Romanian authorities' option for flexible exchange rates proved to be beneficial at such a critical moment. The situations presented above involved, as a matter of fact, making choices between short-term objectives and longer-term goals. Some of them are closely interlinked – as is the case of precluding payment default, whose long-term effect has an important bearing, even if its magnitude cannot be easily assessed. But the reciprocal is also true, and Bulgaria, which had an unfortunate experience, is a case in point. There, the surge in prices was caused by the out-of-control public debt, but the crisis broke out when payments on external debt were discontinued. The solution to the crisis was the adoption of a currency board – after virtually all household savings had been eroded by inflation, unemployment had increased dramatically, and wages had come down to a few dollars a month.

The fact is that, amid macroeconomic imbalance and insufficient restructuring of the economy, solutions almost always prove to be double-edged swords, which root out one evil but leave room for another. In Romania, the persisting evil was an inflation rate higher than in the other countries seeking EU accession. As the economic reform in Romania has gained momentum and structural imbalances have diminished, inflation rate could be gradually reduced. It is forecasted to stay around 14 percent in 2003, and for 2004 single-digit rates are envisaged.

At this point in time, we need to objectively ask a few questions. The most important question is, beyond the shadow of a doubt, whether the Romanian economy underwent enough structural changes so as to be able to sustain a longlasting reduction in inflation rate. The second question is to

what extent and in what way monetary levers used by the central bank can contribute to this process. As for the first question, a series of recent significant achievements are to be noticed as regards economic growth, rise in forex reserves and cut in inflation. The thorny issue of arrears to the budget and utility suppliers is still critical, the answer to the first question depending on whether a durable solution is found.

Yet, the central bank needs to answer the second question that is directly linked to its activity. The NBR Board and numerous experts assessed the current situation and the prospects for the central bank's monetary policy from various standpoints. They came to the conclusion that, at the right moment, the bank will need to reshape monetary policy focusing on the development of prices in the Romanian economy, rather than on some intermediate target.

Mention should be made that using monetary aggregates as an intermediate target proved to be extremely useful at a time when inflation was brought down to the present level.

Undoubtedly, the NBR will further consider the evolution of monetary aggregates even after inflation targeting is adopted. However, once the monetary policy framework enters a new

stage a public commitment to the announced inflation target needs to be made. This strategy is aimed at increasing credibility, which, in turn, may help reach the inflation target.

Our analyses also took into account pegging the exchange rate, as other countries in transition did, such as Hungary, which in the first half of the '90s implemented the crawling peg, or Bulgaria, which adopted the currency board while facing a major financial crisis. The analyses showed that neither solution would be appropriate for Romania in the preaccession period. The crawling peg helps control inflation when it is brought down from 30-40 percent but it is less useful when a lower level is envisaged, since the crawl incorporates inflation expectations. In fact, Hungary abandoned this mechanism in 2000 and adopted direct inflation targeting.

Moreover, imbalances on the international forex market would make the pegging of the Romanian currency to one or several major foreign currencies inappropriate. The most rigid choice, the currency board, appears the least attractive under the circumstances. The arguments in this respect can be summarised as follows: the currency board requires various tough measures as concerns fiscal and incomes policies, and the economy becomes extremely vulnerable to external shocks. Unless domestic measures are implemented, the currency board fails, as was the case in Argentina. If domestic measures are taken, the harsh solution of a currency board is no longer necessary. Under the conditions, direct inflation targeting appears to be the right choice for the central bank to make its contribution to curbing inflation rate close to the levels in EU countries.

III. LESSONS FROM THE EXPERIENCE OF OTHER COUNTRIES

Direct inflation targeting is one of the state-of-the-art concepts in the field. Theoretical debates were carried out in the '80s and the first country to implement such regime was New Zealand in 1989. Thus far, nearly twenty countries have implemented this regime, even though technical details differed from one country to another.

First and foremost, it is noteworthy the diversity of conditions in these countries when they adopted the policy of direct inflation targeting. While Canada, the United Kingdom, Finland, Spain as well as Brazil posted annual inflation rates of 5 percent or even lower, this mechanism was also adopted

by Chile and Israel, whose inflation rates stood at 20 percent or higher per year, and by the Czech Republic, Poland and Hungary, whose inflation rates were around 10 percent per year.

Mention should be made that, in all the above instances, the inflation rate dropped after implementing the new regime, which in fact was the major reason underlying its adoption. It should be also emphasized that the priority given to curbing inflation was publicly acknowledged and accepted, along with the short-term costs attached to such endeavour. The Romanian society should debate, comprehend and accept these costs, as well as the general consequences of direct inflation targeting, as intricate as they may be, even before the new regime is implemented. The National Bank of Romania has been working and will keep working on this issue, focusing on the national interest in the long term, but a genuine performance cannot be achieved without a broadbased support of the society.

The central and local governments, the trade unions, the civil society in its entirety must partake in this debate and accept that curbing inflation is feasible, it provides the Romanian economy with long-term advantages, but it may only be attained through increased rigour, improved discipline, larger accountability in fulfilling everyone's obligations. It is to be pointed out that virtually all industrial countries implementing this regime posted, in the early years, higher unemployment rates than both their previous performances and those of other developed countries. Nonetheless, unemployment rates were higher only temporarily, and afterwards reverted to levels comparable to those of other countries amid lower inflation rates and a more lasting economic growth potential. It should be emphasized that not direct inflation targeting was the cause of higher unemployment rate in those countries, but the measures adopted in order to adjust the imbalances across the economy; direct inflation targeting was but the litmus paper which highlighted the economic imbalances more

clearly, thus allowing prompt remedial measures to be taken.

Thus, keeping inflation under control was mainly due to the adequate approach to economic imbalances, cutting down inflation being rather the effect than the cause. Another general feature of the countries that adopted direct inflation targeting is that they had removed the large imbalances in the economy before embracing the new monetary policy strategy. This method cannot be efficient as long as there are still “wounds” to be “healed”, such as removal of subsidies and harmonisation of prices for goods and services having a sizeable weight in household consumption with world prices, restructuring of some economic sectors or of large-sized enterprises. Direct inflation targeting may be effective only in fine-tuning of relatively balanced economies. In our case, the completion of privatisation of some large-sized enterprises, as well as the adoption of far-reaching measures aimed at restructuring the energy sector must precede the implementation of direct inflation targeting.

IV. PREREQUISITES FOR ACHIEVING INFLATION TARGETING IN ROMANIA

1. Cultural component

Prior to approaching technical or quantitative aspects relative to direct inflation targeting, it is worth discussing the most important qualitative component, which can ultimately determine the successful implementation of the new policy.

As already shown in the present paper, as well as in other public statements of the NBR officials, monetary mechanisms are doubtlessly important, but cannot assume extremely ambitious objectives without the adequate support of public authorities and other constituents of civil society.

Mention should be made that, particularly in the first half of the '90s, monetary phenomena were hardly understood and accepted in their complexity by both politicians and numerous analysts. This easily led to the paradox that everybody was complaining about the effects of inflation, and most people admitted the need for action in order to keep it at bay, but in practice, the economic decision prompted the increase rather than the decrease in inflation. In some cases, the knowledge acquired in schools and universities prior to 1990 simply conflicted the new economic reality. Thus, supply had been seen decisive in identifying the developments in prices, demand having no say in it. Therefore, bringing the interest rates into the real positive territory was strongly opposed by many analysts and politicians who maintained that the increase in interest rates would entail higher costs and inevitably higher prices – which is not true.

Another cultural component is the importance the decisionmakers must attach to the confidence they may instil into the public by means of the measures adopted. Once policies are credible and consistent and they are presented in a detailed and transparent manner, the undertaking is successful beyond all doubt. In fact, as market economy mechanisms grow, the assessments made by the players on the economic stage have a more important contribution to the overall economic development. The players' subjective points of view result in the most important objective factor, which needs to be dealt with properly. In this respect, it is worth mentioning that the countries that adopted direct inflation targeting faced the issue relative to the extent to which this monetary policy decision impacts by itself the economic behaviour and consequently affects the econometric equations envisaged when setting the tangible steps of monetary policy.

In my opinion, of overriding importance in the successful implementation of monetary policy by the NBR will be the progress of the cultural component, namely the extent to which the Romanian society will comprehend and accept the importance of the efforts pledged for safeguarding price stability and of the confidence in the policies adopted by the Government and the National Bank of Romania to this end.

On the other hand, these policies must be calibrated so as to provide the required reliability.

2. Credibility of the central bank

Tightly interlinked with the cultural component, credibility of the central bank has an important bearing on the successful implementation of the new monetary policy strategy. If the general public is confident in the forecasts formulated by the central bank, these projections will be incorporated into business plans, ultimately contributing to the achievement of the central bank's prediction. We must not overlook the fact that confidence is an "asset" which can be acquired with much effort, but can vanish in the blink of an eye. In order to gain public confidence, the National Bank of Romania took a well-balanced approach and tried to refrain from making either promises that it could not keep or scarcely grounded assessments. Moreover, the central bank sought to adopt a transparent stance, by disclosing its assessments to the general public and following a consistent monetary policy.

Obviously, not all the steps taken by the central bank are easily accepted, especially when they aim, for example, at tightening the conditions on the money market. Nevertheless, it is essential that the public receive explanations for the measures adopted so that it can ultimately understand that unpopular measures in the short run can bring rather substantial benefits in the long run.

3. The central bank's capability to act

Dedicated literature, along with the experience of all the countries that adopted direct inflation targeting, has shown that central bank's capability to act is the most important institutional condition that must be met in order for this endeavour to be completed successfully. Firstly, the central bank must enjoy the autonomy necessary for setting targets and taking the appropriate steps to meet them. This implies not only the legal autonomous status of the central bank, but also economic and political conditions allowing this autonomy to function in practice. Ideally, the prevalence of anti-inflationary objective of the central bank should be explicitly specified by law, whose wording must not be fraught with confusion such as concomitantly assigning to the central bank other tasks that could conflict the safeguarding of price stability.

In Romania, this requirement is satisfactorily met. As early as 1991, a modern banking legislation was adopted, and some of its drawbacks were addressed in 1998. At present, the Parliament of Romania envisages the second revision of the banking legislation in order to harmonise it fully with similar legislation of European Union countries. Consequently, a satisfactory groundwork was laid with a view to fulfilling the first condition.

Secondly, the central bank needs at least one effective instrument to control inflation and to gear the public's inflation expectations. Moreover, it is necessary to instil people the confidence that the use of these instruments will bring good results. More than any other economic policy component, the confidence instilled into the public can contribute substantially to a successful monetary policy.

The objective circumstances are broadly favourable. Thus, credit ceilings were discontinued as early as 1991, while directed credits were phased out almost ten years ago. Interest rates are set as a result of market-determined developments in demand and supply, without administrative intervention of the central bank. Moreover, the existence of a relatively deep and liquid secondary market for government securities represents another prerequisite, which is satisfactorily achieved (*Chart 2: Secondary Market for Government Securities, 2000-2003*).

However, it is worth mentioning that the number and value of transactions in the secondary market for government securities have posted a decline, the causes and effects of which should be examined further.

Nevertheless, there are two conditions impacting the capability of the National Bank of Romania to maximise the use of its monetary policy tools. The first concerns the low level of both monetisation and related indicators. The persistent inflation brought about many negative effects, among which, probably, the most sizeable one was the low level of financial intermediation indicators. Thus, the money supply, non-government credit, and total assets of the banking system in relation to GDP display the lowest levels among the countries seeking EU membership, and are far behind those posted by the EU members (*Charts 3, 4 and 5: Monetary Indicators in Relation to*

GDP, 1998-2002). As a result of this state of affairs, there is the risk of insufficiently accurate calibration of monetary policy measures as well as the danger that the measures taken might weaken the transmission mechanism and thus become ineffective, without leading to the wished-for results. For example, the National Bank of Romania can reach the conclusion that tighter monetary conditions would support the reaching of the pursued inflation target. However, if companies can still resort to an increase in arrears, the effect of the central bank's measures will be cancelled and its credibility may be undermined.

The second circumstance is related to the first one and regards the high level of required reserve ratio, which significantly confines the central bank's room for manoeuvre in pursuing monetary policy goals and is in fact perceived as part of "financial repression". The increase in required reserve ratios had two major causes: the high cost of bank failures in the late '90s, borne at least indirectly by the central bank's "printing machine"; and the flow of liquidity following the NBR's massive purchases from the domestic forex market in order to achieve an appropriate level of foreign reserves and to prevent unsustainable overappreciation of the domestic currency against major currencies. Unfortunately, the low monetisation of the economy at the moment confines the possibility of lowering required reserve ratios, even though the economy has been exhibiting a remonetisation trend in the past few years. This issue is of vital importance in assessing the present conditions and the prospects for the money market in Romania.

The monetisation of any economy eventually depends on the structural performances of the respective economy, namely on the capability that any increase in the money supply should materialise into a rise in the output required by a solvent market. Thinking that monetisation may occur with the central bank's help, by channelling more liquidity into the system, would be an immature assumption. As a matter of fact, the money supply surplus entails persistent structural imbalances, waste of resources, and ultimately leads to increase in inflation rather than in output for which there is sound demand.

Thus, demonetisation in relation to GDP occurred amid the noticeable nominal increase in monetary aggregates. During 1991-2000, the annual average growth rate of nominal broad money stood at 80 percent, while that of non-government credit amounted to 60 percent. However, most of this increase translated into inflation because it fuelled unviable sectors and accommodated the slow restructuring of the economy.

Special mention deserves the fact that, during January 2001 – August 2003, the annual average growth rate of the two monetary indicators was lower in nominal terms, i.e. broad money increased by 32 percent and non-government credit rose by 57 percent. Nevertheless, this development occurred against a more favourable economic backdrop entailing a real annual average growth rate of 9.5 percent in broad money and no less than 30.3 percent in non-government credit.

In the future, the crowding out of enterprises that lack outlets or exhibit costs higher than their income will further represent the main avenue by which changes in real sector will produce more favourable effects on credit and money market.

To sum up, the appropriate legislative framework is in place, and most quantitative conditions to allow the central bank to take efficient anti-inflationary steps are fulfilled. However, the successful result will depend, to a large extent, on a more favourable economic environment, where an essential part is played by curbing the companies' ability to incur arrears.

4. Full harmonisation of the monetary policy with the Government's economic policy

The following remarks should not be regarded as disguised criticism of the Romanian Government by the central bank. In fact, the performance so far in lowering inflationary pressures was due to a better co-operation between the Government and the National Bank of Romania by graduating from wellintended statements to effective co-operation and technicalities.

However, when bringing inflation down from 50-60 percent to 20-30 percent per annum is no longer the issue but lowering it from 14 percent to less than 5 percent is, we are dealing with a new qualitative stage that leaves less room for discretionary or insufficiently grounded decisions.

From this perspective, co-operation between the Government and the National Bank of Romania needs to be enhanced.

In order to illustrate this aspect I shall bring into discussion only two instances, the first of which refers to administered prices in the Romanian economy. The share of products with administered prices in GDP is almost insignificant. However, the CPI basket includes several services and goods whose prices are controlled by public institutions. Among these, prices for natural gas, electricity, and heating are the most important ones. The change in prices for these products affects to a significant extent the CPI inflation and thus it has an impact on the performance as concerns cutting inflation. In this context, special mention deserves the 2.1 percent inflation rate in September 2003, which was due mainly to the hikes in prices of natural gas and electricity. Sharp jumps in inflation rate such as that from 0.3 percent in August 2003 to 2.1 percent in September 2003, render the short-term management of monetary and foreign exchange policy more difficult. The 15.9 percent average inflation rate in the past 12 months represents the highest cumulative level since Aprilie and justifies the measures recently adopted by the National Bank of Romania regarding the increase in interest rate on deposits taken. The pre-announced target is to preserve inflation rate at a level that should not exceed 14 percent by end-2003. The second instance refers to a major macroeconomic component: public deficit and its financing. Further cut in inflation rate may occur solely on the back of the gradual narrowing of public deficit (fiscal and quasi-fiscal). Quasifiscal deficit, which is the hardest quantifiable component yet not less important, may be defined as the level of arrears to public utilities and other producers of goods and services whose prices are controlled by the state. If the total volume of quasi-financial deficit is difficult to establish at any time, a good enough proxy is consumers' debt to energy suppliers, which is closely monitored. A steady or higher level of arrears would imply persistence of structural problems, keeping in operation companies that waste resources and eventually further inflationary pressures.

Analysis of fiscal deficit should be more comprehensive. Undoubtedly, cautiousness urges to keep fiscal deficit within manageable limits. However, the increase in fiscal deficit could be taken into account in case the narrowing of quasifiscal deficit is large enough and long-standing and the

additional fiscal deficit is not meant to finance some nonviable structures and practices but to create conditions for a sound growth, as in the case of additional deficit used solely for infrastructure works whose financing is mainly from external sources. When we speak about annual inflation rates of 5 percent or less, not only the consolidated general government deficit is important, but also the pace it builds up throughout the year as well as the ratio between domestic and foreign financing.

Moreover, quasi-fiscal deficit stemming from arrears to the budget or public utilities shall be strictly monitored as it also entails inflationary pressures.

Public perception and assessments concerning the cooperation between the Government and the central bank also play a major part in building inflation expectations. This field has been insufficiently explored in Romania and we may say that it is not properly understood. More extensive analyses will have to cover this component as well until direct inflation targeting is adopted as the main goal of the National Bank of Romania's monetary policy.

5. Technical requirements

Admitting that both the qualitative and quantitative components mentioned above will be able to fulfil the prerequisites for the shift to direct inflation targeting in 2005, technical requirements for reining in inflation are to be subject to an in-depth analysis. These requirements, that only apparently play a secondary role, weigh on clearly defining the goals, on their understanding by economic actors and, last but not least, on obtaining the necessary support to achieve the pursued goal. I shall refrain from going into further details regarding these requirements. However, some remarks are required.

Firstly, the most appropriate price index should be chosen. In theory, the most appropriate index is GDP deflator. This is however available with an unacceptably large time-lag and is subject to subsequent revisions, which makes the consumer price index (CPI) a better choice. As we have

already noticed, both administered prices and seasonal factors influence this price index. Using core inflation may be taken into account.

This meets the basic requirement according to which a causality relationship between monetary policy tools and the pursued goal should exist. However, the definition of core inflation is less accessible to the general public, which may give the impression of lack of transparency, and may undermine the credibility of the entire system.

Secondly, understanding the monetary policy transmission mechanism will have to be improved. In practice, the National Bank of Romania needs to forecast the development of prices relying on past experience and taking account of present economic policy decisions. To this end, the advanced economies use econometric models whose reliability was tested for years. The models available to us at present meet these conditions only to a small extent. This state of affairs is not surprising given that transition is a dynamic process, entailing far-reaching changes of economic fundamentals and of corporate behaviour. Thus, the value judgement will be based, at least at the initial stage, on the analysis of relevant monetary indicators rather than on heavy resort to econometric models. Finally, the quantitative targets and the schedule of reaching these targets should be set. Under normal circumstances, this technical component can also stir much debate, for obvious reasons. An inflation target of say “6-8 percent” is quite another thing from an inflation target of “5 percent at the most”. The policies should probably be much more rigorous, and the instant effects are costlier in the latter case than in the former. Therefore, setting a target requires taking into account the extent to which the society is prepared for one goal or another. We may strongly assert that this issue is virtually solved in Romania, as the political decision of joining the EU and the eurozone as well has already been taken. In other words, Romania aims to reach the convergence criteria set by the Maastricht Treaty around 2009, which renders setting intermediate targets, including inflation rate, easier. The transparency of the objective does not imply that taking decisions for its achievement is easier. Setting a clear goal, agreed by most Romanians makes the efforts that will be

necessary for its achievement to be more easily accepted.

V. CONCLUDING REMARKS

The issues discussed above show that the implementation of the new monetary policy strategy is not easy to achieve, and the successful achievement of the targets to be set will depend upon many political and economic factors and, eventually, on public support.

The switch to direct inflation targeting is more than a new technique, it increases the public accountability of the central bank and concomitantly urges all factors with a bearing on economic developments, i.e. the Government, the trade unions, the employers and of course the central bank, to work closer together. By the time the new monetary policy regime is implemented, its being subject to public debate is of utmost importance.

Both the public authorities and the person in the street should get a better understanding of inflation in itself. In order to make a contribution to this process, the central bank launched a half-yearly “Inflation Report” ever since 2001. Beyond the shadow of a doubt, this publication needs to be improved, in terms of increasing the weight of the forecast component and in terms of frequency of release. The issue of inflation and the instruments to control it should be more extensively debated.

In fact, this analysis is intended to be above all a challenge, an invitation to express other standpoints and to subject the issue of inflation to an in-depth and constructive debate.