

POLITICA MONETARĂ ÎN PERSPECTIVA GLOBALIZĂRII

Fundamente

Configurație

Condiționări

Experiențe

GHEORGHE MANOLESCU

**POLITICA MONETARĂ
ÎN PERSPECTIVA GLOBALIZĂRII**

Fundamente

Configurație

Condiționări

Experiențe



**EDITURA UNIVERSITARĂ
București**

Tehnoredactare: Ameluța Vișan
Coperta: Angelica Badea

Copyright © 2009
Editura Universitară
Director: Vasile Muscalu
B-dul. N. Bălcescu nr. 27-33,
Sector 1 , București
Tel./Fax: 021 – 315.32.47 / 319.67.27
www.editurauniversitara.ro
e-mail: redactia@editurauniversitara.ro

EDITURĂ RECUNOSCUTĂ DE CONSILIUL NAȚIONAL AL CERCETĂRII
ȘTIINȚIFICE DIN ÎNVĂȚĂMÂNTUL SUPERIOR (C.N.C.S.I.S.)

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
MANOLESCU, GHEORGHE

Politica monetară în perspectiva globalizării /
Manolescu Gheorghe. - București : Editura Universitară,
2009

Bibliogr.
ISBN 978-973-749-578-5

336.74

© Toate drepturile asupra acestei lucrări sunt rezervate Editurii Universitare

Distribuție: tel/fax: (021) 315.32.47
(021) 319.67.27
comenzi@editurauniversitara.ro

ISBN 978-973-749-578-5

Sotiei mele, Dana

Cuprins

Introducere	11
Termeni relevanți	18
I. Fundamentele politicii monetare	19
1. Economia monetară și politica monetară	20
1.1. Conținutul și evoluția economiei monetare	20
1.2. Influența economiei monetare asupra politicii monetare	25
1.3. Dezvoltarea economiei monetare și a politicii monetare	29
2. Evoluția politicii monetare	34
2.1. Considerații generale și originile politicii monetare	34
2.2. Băncile centrale, obiectivele și instrumentele politicii monetare	38
2.3. Evoluția teoriilor privind politica monetară	41
2.4. Dezvoltarea politicii monetare: de la țintele monetare la țintele inflației	43
3. Știința politicii monetare	48
3.1. Politica monetară, între știință și artă	48
3.2. Accentuarea caracterului științific al politicii monetare	51
3.3. Principiile științificității politicii monetare	56
4. Teorii ale politicii monetare	61
4.1. Aspecte generale privind cererea și oferta de monedă	61
4.2. Cererea de monedă	63
4.3. Semnificația vitezei de circulație a monedei	64
4.4. Oferta de monedă	69
4.5. Politicile monetare specifice principalelor teorii monetare	70
5. Politica monetară optimală	75
5.1. Reguli de politică monetară optimală	75
5.2. Prețul monedei și politica monetară optimală	81
5.3. Deschidere și incertitudine în politica monetară optimală	85
5.4. Model al politicii monetare optimale	88
6. Modelarea politicii monetare	96
6.1. Caracteristici ale modelării monetare	96
6.2. Tipuri de modele financiar-monetare	98
6.3. Valențe modelistice ale politicii monetare	101
6.4. Indicatori ai politicii monetare	108
6.5. Modele ale politicii monetare	113

II. Configurația politicii monetare	121
7. Politica monetară și banca centrală	122
7.1. Comportamentul managementului politicii monetare	122
7.2. Dimensiuni ale comportamentului băncii centrale	125
7.3. Politica monetară și comportamentul băncii centrale	134
7.4. Preferințele și politica monetară	136
7.5. Politica băncii centrale în condițiile globalizării	138
8. Strategia politicii monetare	140
8.1. Misiune și priorități strategice	140
8.2. Strategia politicii monetare: definiție și mize	145
8.3. Stabilizarea conjunkturală și stabilitatea prețurilor	147
8.4. Evoluția strategiilor de politică monetară	149
8.5. Orientarea viitoare a strategiei politicii monetare	153
9. Instituționalizarea politicii monetare	155
9.1. Importanța instituțiilor în politica macroeconomică	155
9.2. Instituționalizarea externalităților în politica monetară	160
9.3. Rolul instituțiilor în politica monetară	162
9.4. Instituționalizarea adoptării deciziilor de politică monetară	163
9.5. Instituțiile financiare în contextul globalizării	165
10. Predictibilitatea politicii monetare	170
10.1. Contextul predictibilității	170
10.2. Semnificația predictibilității politicii monetare	172
10.3. Transparență și predictibilitate în politica monetară	178
11. Obiectivele și instrumentele politicii monetare	183
11.1. Abordări teoretice alternative ale obiectivelor	183
11.2. Configurația obiectivelor politicii monetare	186
11.3. Cerințe ale instrumentelor și cadrul operațional	190
11.4. Acțiunea instrumentelor de politică monetară	192
12. Mecanismul de transmitere a politicii monetare	200
12.1. Compoziția mecanismului de transmitere	200
12.2. Dileme și răspunsuri privind mecanismul de transmitere	206
12.3. Teoriile referitoare la mecanismul de transmitere	210
13. Efectele și limitele politicii monetare	216
13.1. Abordări teoretice ale efectelor politicii monetare	216
13.2. Influența politicii monetare asupra economiei	220
13.3. Limitele politicii monetare	224
III. Condiționări ale politicii monetare	231
14. Condițiile economice și politica monetare	232
14.1. Condiționarea economică a politicii monetare	232
14.2. Impactul politicii monetare asupra condițiilor financiare	236
14.3. Stabilitatea financiară și a prețurilor, eficacitatea și politica monetară	239
14.4. Politica monetară și ciclurile economice	241
15. Mixul de politici economice	247
15.1. Teorii privind politicile macroeconomice	247
15.2. Mixul de politici într-o economie închisă	251
15.3. Mixul de politici într-o economie deschisă	255

15.4. Mixul de politici pentru stabilizarea economică	259
15.5. Mixul de politici monetare și fiscale în practică	263
16. Regimuri de politică monetară	268
16.1. Taxonomia regimurilor de politică monetară	268
16.2. Țintirea cursului de schimb	272
16.3. Țintirea agregatelor monetare	275
16.4. Țintirea inflației	277
16.5. Ancora nominală implicită	281
17. Globalizarea financiară și politica monetară	283
17.1. Globalizarea mediului financiar al politicii monetare	283
17.2. Impactul globalizării financiare asupra politicii monetare	288
17.3. Globalizarea financiară, ratele dobânzii și prețurile activelor	293
17.4. Reacția politicii monetare la efectele globalizării asupra inflației	297
18. Politica monetară și piețele financiare	301
18.1. Piețele financiare și noile coordonate ale politicii monetare	301
18.2. Impactul piețelor financiare asupra transmiterii politicii monetare	304
18.3. Impactul piețelor financiare asupra operațiunilor băncii centrale	308
18.4. Politica monetară și piața monetară	309
18.5. Noua economie și politica monetară	311
18.6. Politica monetară în condițiile globalizării piețelor financiare	313
19. Politica monetară și sistemul bancar	316
19.1. Politica monetară și comportamentul sistemului bancar	316
19.2. Politica monetară și competiția bancară	321
19.3. Aspecte ale impactului politicii monetare asupra sistemului bancar	324
20. Politica monetară și balanța de plăți	331
20.1. Impactul politicii monetare asupra balanței de plăți	331
20.2. Abordarea monetară a balanței de plăți	335
20.3. Finanțarea balanței de plăți	340
20.4. Politica monetară, ciclul de afaceri și balanța de plăți	343
IV. Experiențe în politica monetară	347
21. Politici monetare regionale	348
21.1. Integrarea monetară regională	348
21.2. Coordonarea politicilor monetare regionale	352
21.3. Experiențe referitoare la politicile monetare regionale	357
22. Politica monetară în țările dezvoltate	363
22.1. Evoluții recente ale politicii monetare în țările dezvoltate	363
22.2. Politica monetară în țările dezvoltate în condițiile globalizării	366
22.3. Experiențe privind politicile monetare în țări dezvoltate	372
23. Politica monetară în țările în curs de dezvoltare	382
23.1. Caracteristicile politicii monetare în țările central și est europene	382
23.2. Specificul politicii monetare în țări în curs de dezvoltare	389
23.3. Experiențe privind politica monetară în țări în curs de dezvoltare	394
24. Politica monetară a Uniunii Europene	401
24.1. Structura financiară	401
24.2. Banca Centrală Europeană	403
24.3. Strategia politicii monetare	406
24.4. Obiectivele și rolul politicii monetare	410

24.5. Cadrul operațional al politicii monetare	413
24.6. Mecanismul de transmitere a politicii monetare	416
25. Politica monetară a SUA	420
25.1. Structura Fed și obiectivele politicii monetare	420
25.2. Instrumentele politicii monetare a SUA	424
25.3. Adecvarea instrumentelor la obiectivele politicii monetare	427
25.4. Impactul politicii monetare asupra economiei SUA	429
25.5. Politica monetară a SUA în noul mediu economic	433
26. Politica monetară a României.....	437
26.1. Contextul politicii monetare a BNR	437
26.2. Caracteristicile evolutive ale politicii monetare	440
26.3. Strategii de politică monetară	442
26.4. Cadrul operațional	446
26.5. Impactul politicii monetare	448
26.6. Politica monetară în perspectiva aderării la UEM.....	453
27. Viitorul politicii monetare	457
27.1. Rolul viitor al băncii centrale	457
27.2. Politica monetară și tehnologia informatică	462
27.3. Alternative ale politicii monetare	466
27.4. Noua economie și politica monetară	468
27.5. Criza financiară globală și politica monetară	472
Glosar selectiv de termeni	483
Bibliografie	505

Introducere

În centrul *teoriei politicii monetare* se află problema referitoare la *raportul dintre reguli și discretionism*, această problemă fiind revizuită recent de către economiști, care au propus *reguli specifice de politica monetară* (Bernanke, Mishkin, Taylor) și au utilizat instrumente noi și diverse, precum modelele econometrice și teoria jocurilor. În prezentarea istoriei politicii monetare este greu, dacă nu imposibil, să se stabilească momentul exact în care noua cale s-a ramificat din drumul gândirii economice convenționale. Politica monetară are o lungă istorie științifică, și este greu de găsit un domeniu pentru inovații majore sau radicale sau o breșă în bogăția de idei, de la mercantiliști la fiziocrați, de la economiștii clasici la Keynes și Friedman, și de la divergența între studierea a ceea ce este monetar și ceea ce este real, a lui Don Patinkin, la primul succes real cu teoria valorii. Deși politica monetară a fost mult timp studiată separat de alte domenii ale științei economice, odată cu nașterea *noii școli clasice*, la sfârșitul anilor 1970, a început închiderea faliei dintre politica monetară și celelalte domenii economice, teoria jocurilor având un rol cheie în această dezvoltare. Capacitatea explicativă a *modelului interacțiunilor așteptărilor* (raționale sau adaptative) băncii centrale, guvernului și subiecților economici a permis un nou set de studii, care s-a extins paralel cu acelea care au fost dezvoltate prin *modelele echilibrului general*, cu aceste studii născându-se *abordarea microeconomică a macroeconomiei*.

Bazele politicii monetare moderne se regăsesc în dezbateră inițiată de către *keynesieni și monetariștii* conduși de Friedman, referitoare la *obiectivele politicii monetare și managementul ofertei de monedă*, dezbateră vizând mai târziu două domenii distincte nou apărute: *keynesienii* susținând politica monetară discreționară, iar *monetariștii* bazându-se pe reguli. În scopul de a găsi originea dezbaterii "*reguli versus discretionism*" trebuie, totuși, privit înapoi spre Anglia și disensiunile între *școala monetară și școala bancară*, din anii 1840.

Condusa de către David Ricardo, *școala monetară* susținea necesitatea regulilor referitoare la oferta de monedă, ei neconcepând depozitele bancare ca monedă, argumentând că monedă este în circulație și cantitatea acesteia

fluctuează ca și cum ar fi aurul, prin definiție, totuși, balanța de plăți determinând cantitatea de monedă în circulație. În acest context, școala monetară se regăsește în abordările recente referitoare la *transparența și independența băncii centrale*.

Școala bancară se poziționează, în cadrul dezbaterii, pe discreționism, susținând că evoluția stocului de monedă depinde de mișcările rezervelor băncii centrale, pe de o parte, și de faptul dacă aceste mișcări sunt permanente sau tranzitorii, pe de altă parte, adepții acestei școli criticând regula etalonului aur și apărând ideea discreționismului autorităților. Cu toate acestea, aceasta școală a propus o regulă abstractă pentru funcționarea băncii Angliei: *doctrina bancnotelor reale*. În condițiile acestei reguli, creditul putea fi extins prin scontarea numai a acelor facturi al căror obiect era finanțarea bunurilor reale în curs de producție sau comercializare și, deoarece această doctrină lega creația monetară de producția reală, creația monetară nu putea fi niciodată excesivă, adică inflaționistă. În virtutea Actului lui Peel, din 1844, banca Angliei era separată în două entități: departamentul de emisiune și departamentul bancar, primul acoperind bancnotele băncii Angliei în aur sau în moneda din aur, conform unei reguli precise de convertibilitate, cel de al doilea funcționând ca o bancă comercială, prin acest act dezbaterile dintre cele două școli înclinând către școala monetară, politica monetară a băncii Angliei urmând o regulă simplă: oferta de monedă varia conform rezervelor de aur. Deși, de remarcat, școala monetară a inspirat conceperea unei astfel de reguli, școala bancară a inspirat implementarea acesteia, funcționarea acestui sistem reclamând un grad ridicat de discreționism, de libertate din partea autorităților monetare britanice.

Aproape după un secol de la începutul dezbaterii referitoare la raportul dintre discreționism și reguli din Anglia, ea re apare în SUA (1926-1927), atunci când Congresul și Fed s-au găsit pe poziții diametral opuse. Congresmenul Strong dorea ca Fed să urmeze regula monetară care să țintească stabilitatea prețurilor, Miller, administratorul Fed, susținând discreționismul monetar bazat pe doctrina bancnotelor reale. Deși, Actul din 1913 stipula stabilitatea prețurilor ca obiectiv principal al Fed, acesta nu specifica mijloacele prin care banca centrală putea să realizeze acest obiectiv, lăsând susținătorii politicii monetare discreționare cu aceleași posibilități de manevră ca și în cazul Angliei, susținătorii discreționismului câștigând dezbaterile, independența Fed fiind deplin sprijinită prin lege.

Câteva lucrări formează *baza noului clasicism*, și anume cele ale lui Lucas, Sergent și Wallace, din rădăcinile lor apărând două trunchiuri principale: primul, *analizele curbei lui Phillips, în lumina așteptărilor raționale*; al doilea, *problema originii monetare a inflației*. Unul dintre rezultatele principale ale acestor schimbări prealabile a ipotezelor este că șomajul se abate de la rata sa

naturală, numai dacă există deviații probabile ale ofertei de monedă comparative cu componenta sa sistematică. Datorită lui Lucas, noua școală clasică a apărut ideea ca *politica monetară discreționară nu poate produce efecte pe termen lung* asupra producției și ocupării, această politică fiind inefficientă datorită formării așteptărilor raționale ale subiecților economici, astfel, dezbaterea “reguli contra discretionism”, înclinând spre reguli. Teoria ratei naturale a șomajului nu a zdruncinat, totuși, suficient structura keynesiana, deși a respins eficacitatea politicii monetare pe termen lung, nepunându-se însă problema eficienței politicii monetare pe termen scurt.

În 2004, Kydland și Prescott au dezvoltat noțiunea “*inconsistenței temporale*”, această noțiune referindu-se la tentația băncii centrale de a viza *maximizarea surplusului total* prin nerespectarea ex post a obiectivelor monetare ex ante și, dacă subiecții economici au așteptări raționale față de această tentativă, se creează o bază inflaționistă. Cu alte cuvinte, posibilitatea ca autoritățile monetare să nu respecte propriile lor angajamente reduce încrederea subiecților economici în politica monetară, acest “mers în gol” subminând controlul ofertei de monedă.

În acest context, apare problema motivului pentru care un guvern folosește politica monetară pentru a înșela așteptările subiecților economici, răspunsul fiind dual. În primul rând, el își poate schimba politica din motive precum o ajustare la șocurile economice asimetrice, iar în al doilea rând, el o poate face și din motive care implică ciclul politicii afacerilor. Atunci când se apropie alegeri importante, guvernul poate dori să falsifice așteptările subiecților, în scopul de a da un impuls pe termen scurt activității economice, pentru a beneficia politic de fructele îmbunătățirii prosperității, care ar urma.

Fiind rezultatul unei lipse de încredere, tendința inflaționistă a dus la crearea unei noi noțiuni, “*credibilitate*”, dezbaterea schimbându-și cursul prin introducerea acestui concept. Într-adevăr, unii autori, începând cu Barro și Gordon, au evidențiat că alternative de dezvoltare a credibilității băncii centrale, menținând opțiunea stabilizării economiei în cazul șocurilor exogene. Barro și Gordon au fost primii autori care au explicat că gradul de încredere în banca centrală este relevant pentru agenții economici, atunci când ei își formează așteptările referitoare la inflația viitoare. În urma unor revizuri succesive, Woodford a introdus *inerția* pe latura politicii discreționare, în timp ce Rogoff, inspirat de noua punere a problemei generată din noțiunea de credibilitate, a propus delegarea funcției unei bănci centrale conservatoare, care are o *aversiune la risc* mai mare decât agentul economic mediu, în acest fel agenții nu vor considera semnalele transmise de către băncile centrale, la începutul perioadei, ca fiind vorbe banale, modelul lui Rogoff constituind un reper pentru teoria modernă a băncii centrale. În timp ce exemplul cel mai bun al unei astfel de

delegări a politicii monetare este funcția de bancă centrală conservatoare (Clarida, Gali, Gertler), Rogoff, Svensson, Neumann, accentuează mai mult *aspectul instituțional*, insistând asupra avantajelor existentei unei bănci centrale independente, într-un asemenea caz inclinatia inflationista aproape disparand, banca centrala având capacitatea de a stabili economia în cazul unui soc economic, prin politica monetara bine stabilita.

Totuși, unii autori pun sub semnul întrebării avantajele unei bănci centrale independente. Prin definiție, scopul unei bănci centrale independente este separarea de puterea politică și, astfel, băncile centrale sunt singura autoritate în ceea ce privește politica monetară, problema fiind aceea a omnipotentei avantajelor politicii monetare pentru monedă.

Inspirați de *teoria organizării industriale*, Fratianni, Huang și Waller aplica *teoria agenției* la relația dintre banca centrală și populație, președintele sau guvernatorul băncii centrale fiind agentul și populația fiind principalul, față de banca centrală. Ca și acționarii, cetățenii sunt interesați ca banca centrală să “producă” cea mai bună monedă posibilă, adică să ajusteze corect *cererea lor agregată* la monedă. Obiectivul băncii centrale este de a îmbunătăți *funcția ei de utilitate*, teoria agenției susținând că poate exista o incompatibilitate între obiectivul celei mai bune monede posibile și funcția de utilitate a managerului. În scopul de a preveni o *politică monetară expansionistă*, poate fi implementată o procedură de control, pentru a determina banca centrală să se angajeze la stabilitatea valorii monedei, și în acest sens, *regula domină discreționismul*.

Un alt trend în abordarea instituțională, se focalizează pe “*contractul de performanță*” (Walsh), un contract de performanță fiind un stimulent dat de către guvern băncii centrale, pentru ca aceasta să-și mențină politica monetară anunțată. Acest stimulent poate fi, de exemplu, o primă trimestrială, pe care bancherii centrali o primesc la sfârșitul perioadei, dacă realizează obiectivele stabilite la începutul perioadei.

Lohmann valorifică cercetările bazate pe reguli, focalizate pe *abordarea instituțională*, propunând un mecanism bazat pe reguli, argumentând ca propunerea lui Friedman, referitoare la regula k%, poate fi revizuită în lumina acestor noi cercetări. Intuiția acestuia constă în aceea că, deoarece toți agenții cunosc regula și integrează previziunea inflației în contractele lor salariale, opțiunea utilizării politicii monetare de a stabili economia este aproape ca inexistentă. Cercetările întreprinse au propus, de asemenea, ce instrumente să poată fi utilizate pentru a întări credibilitatea băncii centrale, una dintre propuneri, adesea discutată, bazându-se pe cantități, care leagă oferta de monedă de rata creșterii economice sau de schimbările cererii de agregate monetare, precum M1, M2, M3. În acest sens, băncile centrale ofereau câteva rațiuni

pentru monitorizarea dezvoltării agregatelor monetare. Prima, monedă poate fi un indicator al inflației viitoare. A doua, monedă poate avea un rol informațional, dacă este corelată cu alta variabilă care determină inflația, dar este imperfect controlată. A treia, monedă este strâns legată de credit, putând, astfel, să fie o componentă importantă a canalului creditului din cadrul *mecanismului de transmitere*. Banca Centrală Europeană, de exemplu, a acordat monedei un rol proeminent în implementarea politicii monetare, prin păstrarea unei valori de referință de 4,5% pentru rata de creștere a M3, mai târziu, totuși, banda larg acceptată a agregatului monetar îngust fiind schimbată prin noi politici, de exemplu, a *ratei dobânzii*.

În practică, rata dobânzii pe care băncile mari o ajustează este rata pe o zi la *împrumuturile interbancare*, pe care băncile o utilizează la *rezervele obligatorii*. Taylor a declanșat discuția referitoare la *reguli simple ale dobânzii*, prin evidențierea faptului ca regulă a furnizat o descriere bună a inflației pentru perioada 1987-1992. *Regula lui Taylor* reclamă ajustarea graduală a inflației la ținta sa, ea răspunzând unei inflații cu lag. O versiune modernă a regulii lui Taylor se bazează pe *așteptările prospective*, prin care politica monetară răspunde la inflația așteptată (Clarida, Gali, Gertler), schimbările fiind făcute conform acestora, precum luarea în considerare a obiectivului netezirii ratei dobânzii (Woodford). Alte ținte, precum ținta creșterii venitului nominal (Jensen) și ținta schimbării gapului producției (Walsh), au fost, de asemenea, abordate în literatură.

Reguli simple au fost propuse și pentru ținte, ca opuse instrumentelor, acordându-i-se o mare atenție *țintirii inflației* (Bernanke, Mishkin) și propunerilor vizând *economia reală*, impunându-se convergența graduală a inflației spre ținta sa, uneori, această propunere luând forma unei ținte a inflației medii pentru câteva perioade (Nessen, Vestin), sau fiind asociată cu un rol crescut al monedei (Sonderstrom), în acest din urmă caz, deoarece ancora era explicitată în termenii monedei, această politică evită problemele potențiale ale instabilității, asociate cu alternative, de exemplu, ancora creșterii cantității de monedă, care este numai indirect legată de inflație. În final, țintele inflației pot insufla credibilitate crescută angajamentelor de a menține inflație joasă, urmărindu-se totodată o anumită *flexibilitate* pe termen scurt (Clarida, Gali, Gertler).

Primele faze ale abordărilor moderne au fost asociate cu o schimbare a demersului metodologic. Inspirat din *conceptele de reputație*, dezvoltate de literatura referitoare la organizarea industrială, lucrările fundamentale ale noii tendințe în literatura privind politica monetară au utilizat, ca instrument principal, *teoria jocurilor* (Barro, Gordon, Backus, Driffill, Canzoneri), nefiind, astfel, o surpriză să se constate ramificarea abordărilor în noi direcții. Noile

metodologii au transformat dezbateră “reguli contra discretionism” într-o dezbateră “*credibilitate versus flexibilitate*”. Este introdus conceptul de *informație privată* în relația dintre agenții economici și băncile centrale, conform căruia băncile centrale dispun de informații de care agenții nu dispun (Canzoneri), explicându-se că atunci când agenții integrează o *tendință (înclinație) inflaționistă* în așteptările lor, băncile centrale au un interes real de a înșela, echilibrul realizându-se printr-o strategie necooperativă. Totuși, în afara cazului în care banca centrală este forțată să rămână într-un echilibru de cooperare, înclinația, tendința inflaționistă există totdeauna.

Retrospectiv, până la sfârșitul anilor 1990, metodologia utilizată pentru studierea tendinței inflaționiste (Barro, Gordon, Backus, Driffill, Canzoneri, Fratianni, Waller) a fost orientată spre o regulă a “producției” monetare, mai degrabă decât spre intervenție discreționară a băncii centrale. Într-adevăr, aceste cercetări accentuează importanța *autorităților monetare*, care continuă să joace un rol cheie, nu numai cu privire la reguli, ci, de asemenea, cu privire la intervenția pe piață în cazul *șocurilor exogene*. Dialectica istorică a cercetărilor a evidențiat faptul că latura discreționară a fost reînviată de mulți autori, care au arătat că aplicarea unei politici discreționare într-o lume cu agenți economici prospectivi, se caracterizează printr-o “*tendință spre stabilizare*” (Svensson, Woodford).

Dezbateră care a condus la apariția noii școli clasice a avut loc, totdeauna, în cadrul unei *economii închise*. Versiunea cea mai târzie a dezbaterii reguli versus discretionism a fost *credibilitate versus flexibilitate*, dar chiar și aceasta abordare nu se refera la un *context al economiei deschise*. De exemplu, la nivel internațional o regulă empirică ar putea fi aceea a evitării politicilor economice destabilizatoare, politica monetară națională trebuind să fie legată de un *sistem monetar internațional* stabil, printr-un mecanism al cursului de schimb fix, dar ajustabil, aceasta contribuind la neafectarea echilibrului fin dintre *credibilitate și flexibilitate*. Atunci când nu există șocuri economice, o țară va importa inflație joasă din sistemul internațional, dar în cazul unui șoc țara va avea suficientă latitudine pentru a-l absorbi prin politica monetară expansionistă.

În mod nesurprinzător, o literatură referitoare la *cursul de schimb într-o economie deschisă* a fost dezvoltată paralel cu crearea și expansiunea noii școli clasice. De exemplu, studierea mecanismului cursului de schimb a fost strâns însoțită de cercetarea *zonelor monetare optimale* (Mundell), luarea în considerare a regimului de curs fiind esențială, deoarece ar putea constrânge banca centrală.

În acest sens, este evident că trebuie realizată o *punte peste gapul dintre cadrul economiei deschise și noua școală clasică*, asemenea sarcina fiind în

prim-planul cercetărilor privind politica monetară. Contextul internațional în care evoluează politica monetară națională trebuie să fie inclus în studierea credibilității băncii centrale, primul aspect fiind acela al comparării unei bănci centrale cu alta, pentru a măsura *impactul lipsei de credibilitate asupra cursului de schimb*, iar cel de al doilea aspect fiind necesitatea de a lua în considerare cursurile de schimb prin ele însele.

Unii autori au elaborat lucrări în această direcție, noua abordare integrată fiind demarată odată cu *integrarea economică europeană*. Utilizându-se o metodologie apropiată de aceea a lui Barro și Gordon, s-a încercat măsurarea diferențelor, în termeni de credibilitate, între două țări ale Uniunii Europene (De Grauwe). De asemenea, au fost incluse cursurile de schimb într-un model construit pe presupuneri deduse din Barro și Gordon, în scopul de a răspunde la problema precisă a relevanței excluderii din zona euro, pentru cursul de schimb (Martin).

Cercetările sunt orientate spre studierea modului cum economia deschisă schimbă strategiile jucătorilor și dacă aceasta are impact asupra cursurilor de schimb, imaginându-se o *primă de risc* pentru o monedă pe piața mondială, dacă aceasta are lipsa de credibilitate, din aceasta determinându-se un criteriu conform căruia un regim de curs de schimb este mai credibil decât altul. În acest sens, a fost începută o nouă direcție de cercetare (Herrendorf), care dezvoltă un *model de reputație cu asimetrie informațională într-o economie deschisă*, care stabilește că, datorită instabilității create de informația asimetrică, cursurile de schimb flexibile sunt inferioare regimurilor fixe. Odată cu apariția Uniunii Economice și Monetare, precum și cu discuțiile centrate pe noua uniune monetară, aceste probleme sunt deosebit de relevante. Atât în cazul mecanismului cursului fix, cât și al celui flexibil, tendința inflaționistă este prevalentă, realizarea condițiilor pentru succes a uniunii monetare trebuind să fie analizate prin utilizarea conceptului de *inclinație inflaționistă*. Dacă o țară este parte a unui regim al cursurilor fixe, credibilitatea acesteia nu se bazează pe propriile decizii, însă dacă este o parte a unui mecanism de cursuri flexibile, integrarea în zona cursurilor fixe este un mijloc pentru îmbunătățirea credibilității (Herrendorf, Melitz).

Este, într-adevăr, adecvat că cercetările de prim plan în domeniul politicii monetare să ia în considerare *mediul economic global*, din ce în ce mai interdependent. Mizele sunt mari, așa cum Uniunea Economică și Monetară europeană a devenit un exemplu pentru America Latină, Africa, Asia de Sud-Est și America de Nord. Este dificil de prevăzut unde și când noi căi de cercetare vor apare în literatură privind politica monetară, dar, în mod sigur, vor fi mult mai multe. Așa cum s-a evidențiat, prin transformarea dezbaterii clasice « reguli versus discretionism » în dezbateră modernă « credibilitate versus

flexibilitate », vor fi de așteptat inovații radicale în cunoașterea și aplicarea politicii monetare, în modernizarea continuă a acesteia.

Termeni relevanți

Asimetrie informațională	Așteptări raționale
Bancă centrală	Contract de performanță
Credibilitatea băncii centrale	Flexibilitatea politicii monetare
Funcție de utilitate	Inconsistență temporală
Independența băncii centrale	Inerție monetară
Instrument de politică monetară	Înclinație inflaționistă
Keynesism	Mecanism de transmitere
Monetarism	Noua școală clasică
Obiectiv al politicii monetare	Oferta de monedă
Politică monetară	Politica monetară diacreționară
Politica monetară expansionistă	Regulă a politicii monetare
Șoc exogen	Teoria agenției
Teoria politicii monetare	Teoria reputației
Transparentă a politicii monetare	Țintă a politicii monetare
Zonă monetară optimă	

I. Fundamentele politicii monetare

1. Economia monetară și politica monetară

1.1. Conținutul și evoluția economiei monetare

Economia monetară sau știința monetară se ocupă, în primul rând, cu rolul monedei în economie, moneda fiind, de fapt, un termen mai vechi decât știința monetară și este mai larg folosită pentru a acoperi subiectul acestui domeniu. Descriptorul „știință monetară” sau „economie monetară” a intrat în uzul obișnuit atunci când subiectul mai larg al monedei a devenit coexistent cu macroeconomia, ea continuând să fie utilizată și atunci când problema considerării monedei ca o marfă generală a început să fie abordată într-un mod teoretic riguros și cercetările să se orienteze de la macroeconomic spre studierea *fundamentelor microeconomice ale monedei*.

În ansamblul său, conținutul economiei monetare contemporane este mai mult macro decât micro, cu toate că distincția este neclară în cadrul teoriei echilibrului general și noii economii clasice.

Structura tip a economiei monetare cuprinde două categorii problematice definitorii: *teoria monetară și politica monetară*, componentele principale ale celor două categorii fiind prezentate în tabelul nr. 1.

Tabelul nr. 1

Structura tip a economiei monetare

Teoria monetară	Politica monetară
1. Natura economiei monetare	1. Modelarea cererii de monedă
2. Sistemele și standardele monetare	2. Cererea de monedă și inovațiile financiare
3. Teoria clasică a monedei	3. Mecanismul de transmitere
4. Moștenirea walrasiană și critica acesteia	4. Politica monetară pe piețele financiare
5. Teoria generală keynesiană	5. Implementarea politicii monetare
6. Teoria portofoliului	6. Controlul inflației
7. Monetarismul și teoria cantității	7. Cursul de schimb și aranjamentele externe
8. Moneda și cursul de schimb	8. Coordonarea politicilor monetare
9. Așteptările raționale	9. Sistemul monetar internațional
10. Teoria politicii optimale	10. Controlul inflației