III 23243

SILVIU CERNA

POLITICA MONETARĂ



EDITURA ACADEMIEI ROMÂNE

23243
CDE 02
C35.

SILVIU CERNA

POLITICA MONETARĂ

275229
UNIVERSITATEA
"DUNĂREA DE JOS" GALAȚI
BIBLIOTECĂ





EDITURA ACADEMIEI ROMÂNE
București, 2014

II. MODELE REFERENȚIALE PENTRU POLITICA ECONOMICĂ 63
1. Modelul cu prețuri fixe 63
1.1. Modelul Mundell-Fleming 63
1.2. Eficacitatea relativă a politicilor economice 66
1.2.1. Eficacitatea politicii monetare 66
1.2.2. Eficacitatea politicii fiscale 67
1.3. Efectele externe 69
1.3.1. Efectele politicii monetare expansioniste 70
1.3.2. Efectele politicii fiscale expansioniste 71
2. Modelul cu prețuri variabile 73
2.1. Multiplicatorii politicii economice într-o economie închisă 73
2.2. Multiplicatorii politicii economice într-o economie deschisă 74
2.2.1. Cazul unei țări cu cursuri flexibile 74
2.2.2. Cazul unei țări cu cursuri fixe 76
2.3. Politica economică într-un model cu prețuri variabile 78
2.3.1. Funcția ofertei și funcția cererii 78
2.3.2. Eficacitatea politicii economice 79
3. Interacțiunile dintre politicile economice naționale 80
3.1. Interdependența politicilor economice 81
3.2. Coordonarea politicilor economice 82
3.3. Conflicte, cooperare și coordonare 83
3.3.1. Principiul cooperării și coordonării politicilor 83
3.3.2. Modelul coordonării internaționale 84
3.4. Problemele și limitele coordonării internaționale 86
3.4.1. Cunoașterea imperfectă a economiei 86
3.4.2. Principalele probleme ale unei proceduri de coordonare 87
3.4.2.1. Nerespectarea regulilor 87
3.4.2.2. Multiplicarea centrelor de decizie 88

III. STRATEGII DE POLITICĂ ECONOMICĂ 91
1. Restricțiile în cadrul cărora se elaborează și aplică politica economică 91
1.1. Informațiile disponibile 91
1.1.1. Incertitudinea și politica economică 91
1.1.2. Eficiența informațională a mecanismelor pieței 92
1.2. Capacitatea de ajustare a piețelor 94
1.3. Factorul timp 97
1.3.1. Întârzierile în aplicare 97
1.3.2. Controlul evoluțiilor din economie 98
1.3.3. Incoerența temporală 99
1.4. Natura instituțională a decidenților publici 100
1.4.1. Dimensiunea politică a deciziilor economice 100
1.4.2. Rolul organizării politice a societății 103

2. Alegerea instrumentelor politicii economice 107
2.1. Reguli *versus* discreţionarism 107
2.1.1. Regulile aplicabile în politica fiscală 108
2.1.2. Credibilitatea regulilor 109
2.2. Centralizarea şi descentralizarea politicii economice 110
2.2.1. Descentralizarea şi federalismul economic 111
2.2.2. Diversitatea formulelor instituţionale 112
2.2.3. Instrumentele federalismului european 114
3. Stabilirea obiectivelor politicii economice 116
3.1. Politica fiscală şi diverse tipuri de dezechilibre economice 117
3.1.1. Tipuri de dezechilibre 117
3.1.2. Rolul fiscalităţii 119
3.2. Politica fiscală şi sustenabilitatea datoriei publice 119
3.2.1. Impactul comportamentelor indivizilor privaţi 120
3.2.2. Posibilitatea susţinerii datoriei publice 121

Partea a II-a. DIMENSIUNEA INTERNĂ A POLITICII MONETARE 125

IV. PROCESUL DE TRANSMISIE 127

1. Cunoaşterea limitată a procesului de transmisie 127
2. Canalul preţurilor 130
2.1. Moneda din aur şi argint 130
2.2. Finanţarea de către banca centrală a cheltuielilor statului 132
2.3. Implicaţii asupra politicii monetare 134
3. Canalul ratei dobânzii 136
3.1. Modelul general al canalului ratei dobânzii 136
3.2. Efectele directe ale ratei dobânzii 137
3.3. Efectele indirecte ale ratei dobânzii 139
3.4. Canalul preţurilor altor active 141
3.4.1. Coeficientul „q" 141
3.4.2. Canalul averii 142
3.4.3. Canalul preţurilor caselor şi terenurilor 143
3.5. Implicaţii asupra politicii monetare 144
4. Canalele creditului 145
4.1. Canalul creditului bancar 145
4.2. Canalul activului net 147
4.3. Efectele creditului asupra averilor populaţiei 149
5. Canalul anticipaţiilor 151
5.1. Curba Phillips 151
5.2. Anticipaţiile adaptive 155
5.3. Anticipaţiile raţionale 159
6. Canalul cursului de schimb 162
7. Eficacitatea relativă a diverselor canale 163
8. Consecinţe asupra modului de concepere a politicii monetare 165

9. Concepția școlii austriece despre monedă, creditul bancar și ciclurile economice 167
9.1. Teoria ciclurilor economice elaborată de școala austriacă 167
9.2. Criza actuală ca dovadă empirică a validității teoriei ciclurilor elaborate de școala austriacă 169
9.3. Propuneri de reformă 171

V. OBIECTIVELE POLITICII MONETARE 173

1. Cadrul general al politicii monetare 173
1.1. Schema de principiu a politicii monetare 173
1.2. Funcția-obiectiv a băncii centrale 175
2. Perspectiva pe termen lung: stabilitatea prețurilor ca obiectiv exclusiv al politicii monetare 178
2.1. Costurile inflației 178
2.1.1. Cazul anticipării corecte a inflației 179
2.1.1.1. Utilizarea suboptimă a monedei 180
2.1.1.2. Costul inflației cauzat de sistemul de impozitare 185
2.1.2. Efectele anticipării incorecte a inflației 186
2.1.3. Constatări empirice 189
2.2. Implicații asupra politicii monetare pe termen lung 190
3. Perspectiva pe termen scurt: relația între inflație și creșterea producției 191
3.1. Analiza șocurilor asupra cererii și ofertei 191
3.2. Implicații asupra politicii monetare pe termen scurt 195
4. Probleme operaționale ale politicii monetare orientate spre stabilitate 196
4.1. Alegerea indicelui prețurilor 197
4.2. Țintirea nivelului prețurilor *versus* țintirea inflației 200
4.3. Stabilirea nivelului concret al țintei 201
5. Redefinirea obiectivelor politicii monetare 203
5.1. Obiectivele politicii monetare în perioada anterioară crizei 203
5.2. Marea moderație 206
5.3. Stabilitatea monetară și stabilitatea financiară 209
5.4. Consecințele separării celor două funcții stabilizatoare 212
5.5. Diversitatea formelor de instabilitate 213
6. Politica monetară la răspântie 217

VI. CADRUL INSTITUȚIONAL AL POLITICII MONETARE: REGULI VERSUS DISCREȚIONARISM 224

1. Dezbaterea dintre „școala circulației" (*Currency School*) și „școala bancară" (*Banking School*) 224
2. Principalele argumente pentru limitarea puterii băncii centrale 225
2.1. Caracterul limitat al cunoștințelor despre procesul de transmisie 226
2.2. Problema delegării în politica monetară 227

3. Reguli impuse băncii centrale din exterior 228
4. Incoerența temporală ca argument pentru adoptarea unor reguli 231
5. Modelul Barro-Gordon 232
5.1. Elementele modelului 233
5.2. Limitele modelului 241
5.2.1. Problemele legate de funcția-obiectiv a băncii centrale 241
5.2.2. Repetarea jocului 244
5.2.3. Insuficiența informațiilor 249
5.2.3.1. Necunoașterea funcției-obiectiv a băncii centrale 249
5.2.3.2. Șocurile aleatoare 251
5.3. Implicații asupra politicii monetare 256

VII. INDEPENDENȚA BĂNCII CENTRALE 260

1. Atitudinea conservatoare și perspectiva pe termen lung 261
2. Definirea independenței 263
2.1. Independența teleonomică 264
2.2. Independența instrumentală 266
2.3. Independența personală 269
2.4. Constatări empirice 270
3. Responsabilitatea băncii centrale 273
3.1. Responsabilitatea *ex post* și *ex ante* 273
3.2. Transparența 275
4. Modalități de sancționare a conducerii 279
4.1. Experiențe naționale 279
4.1.1. Cazul Noii Zeelande 279
4.2.2. Sancțiuni în alte țări 280
4.2. Contractul de performanță 280
5. Funcțiile băncii centrale 284
5.1. Dreptul de a emite bancnote 285
5.2. Finanțator de ultimă instanță a sistemului bancar 286
5.3. Finanțator al statului 288
5.4. Funcțiile macroeconomice ale băncii centrale 289

VIII. STRATEGII (REGULI „SIMPLE") DE POLITICĂ MONETARĂ 290

1. Funcția regulilor „simple" 290
2. Regulile „simple", obiectivele intermediare și indicatorii politicii monetare 294
2.1. Indicatorii politicii monetare 295
2.2. Obiectivele intermediare 296
3. Țintirea agregatelor monetare 297
3.1. Regula explicită a țintirii agregatelor monetare 298
3.1.1. Formula potențialului 299
3.1.2. Orizontul de timp al regulei explicite 300
3.2. Țintirea agregatelor monetare și șocurile 301
3.3. Regula implicită a țintirii agregatelor monetare 304

4. Ţintirea inflaţiei 305
4.1. Principalele elemente ale ţintirii inflaţiei 306
4.2. Regula explicită a ţintirii inflaţiei 307
4.3. Regula implicită a ţintirii inflaţiei 310
4.4. Ţintirea inflaţiei şi şocurile macroeconomice 310
4.5. Caracterul ecletic al ţintirii inflaţiei 311
4.6. Rata inflaţiei anticipate ca obiectiv intermediar 312
5. Regula Taylor 315
5.1. Baza teoretică a regulii Taylor 315
5.2. Definirea valorii obiectivelor 318
5.3. Aplicarea prospectivă a regulii Taylor 318
6. Regula referitoare la PIB nominal 319
6.1. Oferta de monedă şi PIB nominal 320
6.2. Controlul venitului naţional nominal 323
6.2.1. Ţintirea venitului naţional nominal fără o regulă definită în mod implicit 323
6.2.2. Regula McCallum 323

IX. POLITICA MONETARĂ A UNOR BĂNCI CENTRALE 327

1. Evoluţii recente în politica monetară din ţările dezvoltate 327
2. Politica monetară a Sistemului Rezervelor Federale din SUA 329
2.1. Absenţa anunţurilor de politică monetară 329
2.2. Rezultate obţinute 330
3. Politica monetară a Băncii Angliei 334
3.1. Diversitatea abordărilor conceptuale 334
3.2. Rezultate obţinute 335
4. Politica monetară a Băncii Japoniei 336
4.1. Abordări conceptuale 336
4.2. Rezultate obţinute 337
5. Politica monetară a Băncii Centrale Europene 339
5.1. Valoarea de referinţă pentru agregatul M_3 340
5.2. Cadrul politicii monetare 341
5.3. Ambiguitatea strategiei de politică monetară 342
5.4. Rezultate obţinute 344
5.4.1. Tranziţia către UEM 344
5.4.2. Majorarea ratei dobânzii 345
5.4.3. Reducerea ratei dobânzii 346
5.4.4. Menţinerea constantă a ratei dobânzii 349
5.4.5. Renunţarea la orientarea acomodativă a politicii monetare 351
6. Politica monetară în ţările central- şi est-europene 355
7. Politica monetară a Băncii Naţionale a României 358
7.1. Etapele politicii monetare în epoca post-comunistă 358
7.2. Rezultate obţinute 359
7.2.1. Dificultăţile tranziţiei româneşti 359
7.2.2. Îmbunătăţirea performanţelor antiinflaţioniste 362
7.2.3. Aplicarea ţintirii inflaţiei 365

X. INSTRUMENTELE POLITICII MONETARE 371

1. Condiţiile pe care trebuie să le îndeplinească instrumentele de politică monetară 371
2. Controlul bazei monetare *versus* controlul ratei dobânzii 373
2.1. Piaţa monetară 373
2.2. Obiectivele operaţionale în diferite strategii de politică monetară 376
2.3. Instrumentele de control al ratei dobânzii 378
2.3.1. Mecanismul de refinanţare 379
2.3.2. Mecanismul de absorbţie 381
2.3.3. Structura temporală a ratelor dobânzii de pe piaţa monetară 382
2.4. Controlul bazei monetare 383
3. Modul de funcţionare a instrumentelor de politică monetară 385
3.1. Operaţiunile *open market* definitive 386
3.2. Operaţiunile *open market* reversibile 389
3.3. Rezervele obligatorii 390
3.3.1. Dependenţa sistemului bancar faţă de banca centrală 392
3.3.2. Gestionarea lichidităţii bancare 394
3.3.3. Stabilizarea multiplicatorului monetar 395
3.3.4. Costul rezervelor obligatorii 395
3.4. Instrumentele necesare în ambele proceduri operaţionale 396
4. Gestionarea pieţei monetare de către BCE 397
4.1. Rata dobânzii de politică monetară şi obiectivele operaţionale 397
4.2. Instrumentele utilizate de BCE 398
4.2.1. Fixarea ratei dobânzii la facilitatea de creditare marginală 398
4.2.2. Fixarea ratei dobânzii la depozitele atrase 399
4.2.3. Stabilizarea ratei dobânzii *overnight* prin rezervele minime obligatorii 400
4.2.4. Controlul ratei dobânzii aferente operaţiunilor de refinanţare pe termen lung 402
4.2.4.1. Operaţiunile *repo* 402
4.2.4.2. Uniformizarea ratelor dobânzii 404
4.2.5. Perfecţionări recente ale cadrului operaţional al BCE 405
5. Instrumentele utilizate de *Fed* 406
5.1. Rata dobânzii ca obiectiv operaţional 406
5.2. Controlul ratei dobânzii prin operaţiuni *open market* 407
5.3. Reescontul 407
5.4. Rezervele minime obligatorii 408
5.5. Reacţia *Fed* la fenomenele de criză 409
6. Instrumentele utilizate de Banca Angliei 410
6.1. Rata dobânzii ca obiectiv operaţional 410
6.2. Rezervele minime obligatorii 410
6.3. Operaţiunile *open market* 411

7. Instrumentele utilizate de Banca Japoniei 412
7.1. Rata dobânzii ca obiectiv operațional 412
7.2. Operațiunile *open market* 413
8. Instrumentele utilizate de Banca Națională a României 414
8.1. Rata dobânzii în strategia BNR 414
8.2. Operațiunile *open market* 416
8.3. Facilitățile permanente acordate instituțiilor de credit 417
8.4. Rezervele minime obligatorii 417
9. Noua economie clasică și instrumentele politicii monetare 419

XI. SENIORAJUL SAU IMPOZITUL PE INFLAȚIE 420

1. Seniorajul monetar și seniorajul fiscal 420
2. Seniorajul și stabilitatea macroeconomică 423
2.1. Maximizarea seniorajului în condiții de echilibru 426
2.2. Seniorajul într-o economie dinamică 429
3. Seniorajul optim 432

Partea a III-a. POLITICA MONETARĂ ÎN ECONOMIA DESCHISĂ 435

XII. PROBLEMELE MONETARE ALE ECONOMIEI DESCHISE 437

1. Cursul de schimb ca obiectiv operațional al politicii monetare 437
2. Cursul de schimb ca obiectiv intermediar al politicii monetare 441
2.1. Logica teoriei paității ratelor dobânzii 441
2.2. Teoria paității ratelor dobânzii în condițiile cursurilor fixe 443
2.3. Teoria paității ratelor dobânzii în condițiile cursurilor flexibile 444
3. Controlul nivelului prețurilor în economia deschisă 445
3.1. Teoria paității puterilor de cumpărare 446
3.2. Efectul Ricardo-Balassa-Samuelson 448
3.3. Canalul anticipațiilor în economiile deschise 451

XIII. STRATEGII DE POLITICĂ MONETARĂ ÎN ECONOMIA DESCHISĂ 452

1. Spațiile monetare mari 452
2. Economiile mici cu cursuri fixe 453
2.1. Exemple de țintire a cursului de schimb 454
2.2. Tehnica țintirii cursului de schimb 455
2.3. Cursul nominal fix ca regulă de politică monetară 459
2.4. Politica monetară în condițiile cursului nominal ajustabil (flotare controlată) 459

BIBLIOGRAFIE 463

INDICE DE NUME 481

INDICE DE TERMENI 487