



Munich Personal RePEc Archive

## **Strategic decisions of the Monetary Policy**

Dumitriu, Ramona and Stefanescu, Răzvan

Dunarea de Jos University of Galati

5 November 2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/51242/>  
MPRA Paper No. 51242, posted 09 Nov 2013 16:20 UTC

## **Deciziile strategice ale politicii monetare**

Ramona Dumitriu

Razvan Stefanescu

**Abstract:** The conduct of the monetary policy could be view as a series of decisions in which the objectives and tools are chosen. This paper explores some aspects of the strategic decisions of the monetary policy such as the roles played by central banks and other public authorities, the main constraints of the monetary policy and the phases of building a strategy. We also approach some changes induced by the recent global crisis in the conduct of the monetary policy.

**Key words:** Monetary Policy, Decision Making, Central Bank

**JEL classification:** E50, E52, E58

### **Introducere**

Conducerea unui sistem macroeconomic poate fi asimilată unui lanț de procese decizionale prin care sunt identificate și implementate soluțiile la problemele economiei naționale. Un proces decizional se desfășoară în mai multe faze între care sunt cuprinse, de regulă, etapele:

- identificarea problemei decizionale (un ansamblu de oportunități și amenințări care trebuie rezolvate);
- stabilirea elementelor definitorii ale situației decizionale: responsabilități în adoptarea deciziei, obiectivele, constrângerile și criteriile decizionale etc.;
- determinarea căilor de acțiune fezabile (sunt considerate fezabile acele soluții care nu contravin constrângerilor decizionale);
- alegerea soluției fezabile optime;
- implementarea căii de acțiune adoptate.

Deciziile la nivel macroeconomic vizează alegerea instrumentelor prin care pot fi atinse obiectivele finale și intermediare. O astfel de alegere este caracterizată prin mai multe elemente:

- problema decizională, care constă într-o anumită conjunctură (oportunități, amenințări etc.) care impune adoptarea deciziei;

- obiectivele decizionale, care reflectă scopurile organizației transpuse în raport cu caracteristicile situației decizionale;
- decidentul, reprezentat de o persoană sau un grup de persoane având responsabilitatea deciziei;
- mulțimea variantelor decizionale, care cuprinde soluțiile luate în considerare pentru rezolvarea problemei decizionale;
- constrângerile decizionale, reprezentate prin aspecte care limitează aplicarea unora dintre variantelor decizionale;
- criteriile decizionale, care constau în aspecte luate în considerare pentru aprecierea utilității rezultatelor variantelor decizionale;
- mulțimea stărilor posibile ale naturii, cuprinzând combinații ale factorilor ce alcătuiesc mediul extern, luate în considerare în stabilirea rezultatelor variantelor decizionale;
- consecințele decizionale, reprezentate de rezultatele variantelor decizionale, transpuse într-o formă care să faciliteze alegerea căii optime de acțiune.

Deciziile politicii monetare au anumite particularități care derivă din specificul obiectivelor vizate și al instrumentelor utilizate, din unele relații instituționale etc. Aceste alegeri pot fi clasificate prin intermediul mai multor criterii:

- natura decidentului;
- amploarea efectelor;
- gradul de cunoaștere a situației decizionale.

În raport cu natura decidentului pot fi delimitate două categorii de decizii:

- decizii individuale, în care decizia este adoptată de o singură persoană;
- decizii de grup, în care decidentul este reprezentat de un grup de persoane.

Cele mai multe dintre deciziile politicii monetare (ca, de altfel, majoritatea deciziilor politicilor macroeconomice) sunt adoptate în cadrul unui grup (corp) decizional. Față de deciziile individuale, cele de grup pot aduce avantajul unor dezbateri aprofundate asupra problemei decizionale de natură să stimuleze identificarea și analiza temeinică a soluțiilor. Totuși, atunci când ședințele de grup nu sunt conduse corespunzător, astfel de dezbateri pot degenera în discuții sterile sau în stări conflictuale între membrii corpului decizional. Un alt pericol este constituit de așa-numitul fenomen „groupthink” manifestat prin reținerea unor membri ai corpului decizional de a sesiza punctele slabe ale soluțiilor propuse. În aceste circumstanțe,

eficacitatea deciziilor de grup depinde în mare măsură de abilitatea celui care prezidează ședințele în a stimula dezbaterile constructive facilitând, totodată, obținerea consensului (Mayer et al., 1993; Walsh, 1995; Blinder, 1999).

Amploarea potențialelor efecte împarte deciziile în două categorii:

- decizii strategice, care vizează direcții de acțiune cu un impact deosebit la nivel macroeconomic;
- decizii tactice, care le transpun în practică pe cele strategice.

În practica politicii monetare delimitarea între cele două categorii de decizii nu este întotdeauna simplă. În această lucrare vom considera drept strategice acele decizii care implică schimbări semnificative ale obiectivelor. De regulă, deciziile strategice acoperă un orizont lung de timp, în timp ce deciziile tactice se referă la perioade de timp scurte.

În funcție de gradul de cunoaștere a situației decizionale pot surveni două categorii de decizii:

- decizii în condiții de certitudine, în care decidentul cunoaște atât de bine situația decizională încât poate estima, cu siguranță, un rezultat pentru fiecare curs de acțiune luat în considerare;
- decizii în condiții de incertitudine, în care informațiile disponibile nu îi permit decidentului să estimeze, cu siguranță, rezultatul fiecărei variante decizionale.

Complexitatea sistemelor macroeconomice induce, de regulă, un grad semnificativ de incertitudine pentru deciziile strategice ale politicii monetare. În aceste circumstanțe este foarte importantă modelarea situației decizionale care să permită identificarea, pentru fiecare din stările posibile ale naturii, a rezultatelor variantelor decizionale (Söderstrom, 2002; Levin et al., 2005).

Studiul proceselor decizionale la nivel macroeconomic nu poate face abstracție de unele aspecte informale. Cu toate că, formal, membrii corpului decizional sunt cei care identifică și analizează căile de acțiune, nu trebuie neglijată influența semnificativă exercitată adeseori în practică de o echipă de experți din cadrul instituției implicate. Aceștia sunt cei care, de regulă, analizează aprofundat problema decizională, propunând soluțiile luate în considerare de decidenți (Mayer et al., 1993; Goodhart, 2000; King, 2004; Mishkin, 2010).

## Procese decizionale la nivelul băncii centrale

Implicarea băncii centrale în deciziile monetare este un fapt de la sine înțeles în condițiile în care această instituție are drept principală responsabilitate managementul masei monetare. În plus, banca centrală îndeplinește și alte atribuții asociate, oarecum, politicii monetare:

- reglementează și supraveghează sistemul bancar;
- acționează ca o bancă a băncilor comerciale, cărora le oferă, în anumite condiții, împrumuturi păstrându-le, totodată, o parte a resurselor;
- gestionează, alături de guvern, datoria publică;
- administrează rezerva valutară a țării;
- intervine, mai mult sau mai puțin activ, pe piața valutară etc.

În prezent, cele mai multe dintre băncile centrale importante (Banca Centrală Europeană, Bundesbank, Banca Angliei, Banca Franței, Banca Japoniei, Banca Centrală a Federației Ruse, Banca Populară a Chinei etc.) au statutul unor instituții publice. Printre excepțiile notabile se numără Sistemul Rezervei Federale din Statele Unite numit, mai simplu, Fed. Acesta este un organism descentralizat în douăsprezece regiuni (districte ale Rezervei Federale) ale teritoriului american, în fiecare dintre acestea funcționând câte o bancă regională de rezervă care se bucură de o autonomie considerabilă. Fed are un caracter de instituție quasi-publică: fiecare bancă regională de rezervă este organizată ca societate pe acțiuni subscrise de băncile comerciale din regiune, însă activitatea sa este supusă unor reglementări specifice instituțiilor publice (Mishkin, 2010).

Adoptarea deciziilor asupra politicii monetare poate fi influențată semnificativ de structura organizatorică a băncii centrale. De regulă, activitatea acesteia este condusă de un Consiliu de Administrație prezidat de guvernatorul (uneori, președintele) instituției. Uneori, pe lângă acest organism funcționează o entitate specializată în fundamentarea deciziilor de politică monetară. La nivelul Băncii Centrale Europene (BCE), politica monetară a zonei euro este elaborată și implementată de două organisme: Comitetul Executiv și Consiliul Guvernatorilor. Comitetul Executiv, care cuprinde șase membri (dintre care un președinte și un vicepreședinte) gestionează activitatea curentă a BCE, ceea ce include și punerea în practică a deciziilor de politică monetară. Consiliul Guvernatorilor, care include, pe lângă cei șase membri ai Comitetului Executiv, guvernatorii tuturor băncilor centrale din zona euro, elaborează politica monetară stabilind obiectivele acesteia precum și mijloacele de atingere a acestora. Există și o

a treia entitate: Consiliul General, care cuprinde, pe lângă membrii Consiliului Guvernatorilor, guvernatorii țărilor din Uniunea Europeană care nu fac parte din zona euro. Acesta este considerat un organ de tranziție în ipoteza în care, mai devreme sau mai târziu, toate țările din Uniunea Europeană vor adera la zona euro. În principiu, această entitate ar putea facilita o anumită cooperare între politicile monetare ale tuturor membrilor Uniunii Europene (Pollard, 2003).

În Statele Unite, deciziile asupra politicii monetare sunt adoptate de două entități ale Fed: Consiliul Guvernatorilor (Board of Governors) și Comitetul Federal al Pieței Libere (Federal Open Market Committee). În cadrul primului organism se hotărăște nivelul rezervelor minime obligatorii și valoarea ratei de scont, în timp ce al doilea decide asupra utilizării unui alt instrument monetar: operațiunile pe piața liberă (open market operations). Consiliul Guvernatorilor este alcătuit din șapte guvernatori de la diferite bănci regionale de rezervă, numiți de Președintele SUA și confirmați de Senat, pentru un mandat de 14 ani, ce nu poate fi reînnoit. Dintre acești guvernatori este ales președintele Consiliului Guvernatorilor, pentru un mandat de patru ani, ce poate fi reînnoit. Există o cutumă după care, odată ales un nou președinte, vechiul președinte demisionează din consiliu, chiar dacă nu i-a expirat mandatul de guvernator (Mishkin, 2010). Comitetul Federal al Pieței Libere cuprinde, pe lângă membrii Consiliului Guvernatorilor, președintele Băncii de Rezervă din New York și alți patru președinți ai unor bănci regionale de rezervă, aceștia din urmă desemnați pentru un an. Președintele Consiliului Guvernatorilor prezidează și Comitetul Federal al Pieței Libere (Pollard, 2003).

În România, rolul de autoritate monetară este jucat de Banca Națională a României (BNR), condusă de un Consiliu de Administrație al cărui președinte este guvernatorul BNR. Această entitate cuprinde nouă membri numiți de Parlament pentru o perioadă de cinci ani. În cadrul acesteia este organizată o structură executivă compusă din guvernatorul BNR și patru viceguvernatori (unul dintre aceștia este prim-viceguvernator). În subordinea acestora se află numeroase direcții, inclusiv una specializată în politica monetară, precum și echipe de experți. În plus, sub conducerea guvernatorului BNR funcționează un Comitet de Politică Monetară, cu rol consultativ și decizional.

O altă entitate importantă, practic nelipsită din structura unei bănci centrale, este cea care realizează cercetarea în domeniul monetar-bancar. Un astfel de departament are printre atribuții:

- publicarea unor date asupra principalelor variabile monetare;
- simulări ale efectelor aplicării instrumentelor politicii monetare;
- prognoze asupra evoluțiilor unor variabile macroeconomice etc.

Membrii acestei entități pot fi implicați activ, prin informațiile oferite corpului decizional, în fundamentarea deciziilor de politică monetară.

Cu toate că se consideră că, în general, politica monetară a unui stat este o transpunere a concepțiilor guvernatorului băncii centrale, trebuie avut în vedere și faptul că, în cadrul corpului decizional, acesta dispune de un singur vot. Totuși, în practică, acesta dispune de unele avantaje prin care își poate impune viziunea: el este cel care organizează ședințele în care sunt adoptate deciziile, el numește experții care analizează soluțiile ș.a.m.d. În plus, faptul că a fost ales prin votul celorlalți membri indică o recunoaștere a ascendentului său față de aceștia (Goodfriend, 1986; Mayer et al., 1993; Mishkin, 2010; Alesina & Stella, 2010; Oritani, 2010).

Nu întotdeauna o bancă centrală are o libertate deplină de acțiune în privința deciziilor de politică monetară. Uneori, prin lege, îi sunt fixate anumite obiective (de exemplu, nivelul maxim al inflației etc.) sau îi este impusă coordonarea măsurilor monetare cu cele fiscale.

### **Alți factori de decizie și relațiile acestora cu banca centrală**

În afara băncii centrale există și alte instituții care pot influența semnificativ deciziile de politică monetară. Dintre acestea se remarcă, prin importanță, două entități:

- autoritatea legislativă;
- autoritatea executivă.

Implicarea autorității legislative (Parlamentul) în procesele decizionale monetare se poate manifesta sub diferite forme:

- stabilirea unui cadru juridic care reglementează funcționarea sistemului bancar;
- numirea conducerii băncii centrale;
- fixarea obiectivelor politicii monetare;

- aprobarea parametrilor echilibrului financiar al țării: soldul bugetului de stat, datoria publică etc.

Pentru conducerea băncii centrale, este de dorit cultivarea unor relații de cooperare cu autoritatea legislativă. În acest sens, în multe state a devenit o practică participarea guvernatorului băncii centrale la unele ședințe ale Parlamentului pentru a prezenta situația monetară a țării sau pentru a promova schimbări ale legislației bancare.

Influența autorității executive (de regulă, autoritatea executivă desemnează guvernul însă există și țări în care și Președintelui îi revin anumite atribuții executive) asupra politicii monetare derivă în primul rând din cadrul legislativ, care îi oferă posibilitatea de implicare în sistemul bancar (băncile, fiind organizate drept societăți comerciale sunt supuse reglementărilor fiscale). În plus, în unele țări persistă autoritatea guvernului asupra băncilor centrale. În trecut, în special în perioada de aplicare a politicilor macroeconomice de factură keynesiană, băncile centrale din multe state erau subordonate guvernului prin lege sau, cel puțin, erau obligate să își coordoneze politica monetară cu cea fiscală, aplicată de autoritatea executivă (Bibow, 2002). Odată cu adoptarea monetarismului, cele mai multe dintre băncile centrale din statele industrializate și-au câștigat autonomia în exercitarea politicii monetare (Allen & Sterne, 2001; Crowe & Meade, 2007; Daunfeldt et al., 2008). Totuși, în unele țări, acest proces s-a desfășurat cu o anumită lentoare (de exemplu, în Marea Britanie, Banca Angliei a rămas subordonată guvernului până în 1997).

Chiar și atunci când independența băncii centrale este consfințită prin lege, relația acesteia cu guvernul trebuie studiată și din perspectiva unei laturi informale. Influența guvernului asupra băncii centrale poate fi exercitată prin intermediul unei majorități parlamentare care, în principiu, sprijină politicile guvernului (Robinson & Stella, 1987; Mayer et al., 1993). Din acest motiv, evaluarea gradului de independență este caracterizată printr-o complexitate considerabilă. Printre aspectele luate în considerare într-un astfel de demers se numără:

- modul de numire a conducerii băncii centrale (de către Parlament, Președinte, guvern etc.);
- perioada de timp a mandatului conducerii băncii centrale;
- autonomia băncii centrale în stabilirea obiectivelor politicii monetare;
- autonomia băncii centrale în alegerea instrumentelor politicii monetare;
- obligativitatea băncii centrale de a oferi împrumuturi guvernului etc. (Grilli et al., 1991; Cukierman et al., 1992; Debelle & Fischer, 1994; Manago, 1998; Maslowska, 2008).



Independența băncii centrale este considerată un factor major al performanțelor politicii monetare, în special în privința stabilității prețurilor și a monedei naționale (Alesina & Summers, 1993; Eijffinger & Haan, 1996; Fry et al., 2000; Berger et al., 2000). În multe dintre clasamentele asupra autonomiei băncilor centrale primele locuri au fost ocupate de țări precum Germania și Elveția, renumite pentru stabilitatea monetară (Giersch, H. & Lehment, 1981). Se consideră că independența unei bănci centrale conferă credibilitate asupra coerenței politicii monetare și atingerii obiectivelor vizate (Cukierman, 1992; Fuhrer, 1997; Stella, 2002; Tuladhar, 2005; Wray, 2007; Maslowska, 2008).

În prezent, se apreciază că Sistemul Rezervei Federale al Statelor Unite, după adoptarea doctrinei monetariste, se bucură de o independență considerabilă, chiar dacă nu pot fi excluse anumite influențe ale Președintelui sau autorității legislative. În ce privește Banca Centrală Europeană, atunci când i-au fost stabilite atribuțiile s-au confruntat două viziuni: prima, sprijinită în special de Germania, care solicita o independență asemănătoare celei deținute de Bundesbank, în timp ce a doua, care avea drept partizani unii reprezentanți ai țărilor meridionale, propunea un grad ceva mai redus de autonomie, care să faciliteze coordonarea dintre politicile fiscale și monetare. În final, s-a impus ideea unei independențe substanțiale a autorității monetare a zonei euro (Pollard, 2003).

### **Constrângeri ale deciziilor de politică monetară**

În cadrul proceselor decizionale din politica monetară trebuie luate în considerare unele aspecte care pot juca rolul unor constrângeri, afectând viabilitatea unor căi de acțiune:

- finanțarea deficitelor bugetare;
- stabilitatea sistemului bancar;
- impactul ratelor dobânzilor asupra piețelor de capital;
- interacțiunile dintre ratele de schimb și cursurile acțiunilor;
- impactul politicii monetare asupra pieței imobiliare etc.

Cele două modalități de finanțare a deficitelor bugetare, împrumuturile publice și emisiunea monetară, pot îngreși aplicarea politicii monetare. Prima dintre ele, generând o creștere a cererii de credite, poate conduce la creșterea ratelor dobânzilor, în timp ce a doua induce

dificultăți în controlul masei monetare (Dornbusch & Fischer, 1990; Miller & Van Hoose, 2009).

De regulă, autoritățile monetare intervin, direct sau indirect, atunci când o instituție financiar-bancară de anvergură trece prin dificultăți. Astfel de intervenții, mai mult sau mai puțin vizibile, sunt justificate de legăturile intense din cadrul sistemului bancar. Falimentul unei bănci mari poate provoca instabilitatea sistemului financiar național, având consecințe grave asupra echilibrului macroeconomic. Din acest motiv, autoritățile susțin, adeseori cu prețul alocării unor resurse financiare importante care se repercutează asupra echilibrului bugetar, multe dintre băncile aflate în dificultate (Aharony & Swary, 1983; Kaminsky & Reinhart, 1999; Peek et al., 1999; Serwa, 2007; Adrian & Shin, 2008; De Graeve et al., 2008; Altunbas et al., 2010; Angeloni & Faia, 2013; Clouse, 2013).

În multe dintre țările cu piețe financiare dezvoltate, cursurile acțiunilor manifestă o sensibilitate deosebită față de evoluția ratelor dobânzilor. Adeseori investitorii realizează un arbitraj între câștigurile oferite de dobânzile depozitelor bancare și cele generate de investițiile în acțiunile unor corporații. Din acest motiv, simplul anunț al creșterii ratelor dobânzilor de politică monetară poate cauza declinul cursurilor acțiunilor. În aceste circumstanțe, în unele decizii monetare, în special în cazul unor schimbări mai puțin așteptate, posibilitatea destabilizării piețelor de capital acționează ca o constrângere pentru decidenți (Patelis, 1997; Bernanke & Gertler, 2001; Bordo & Jeanne, 2002; Borio & Lowe, 2002; Bernanke & Kuttner, 2003; Rajan, 2006).

Cercetările empirice au relevat mecanisme complexe de influență între piețele valutare și cele de capital. Impactul ratelor de schimb asupra cursurilor acțiunilor se manifestă prin intermediul efectelor asupra competitivității firmelor autohtone: devalorizarea le crește eficiența, ceea ce ar crește atractivitatea acțiunilor, în timp ce întărirea monedei naționale poate cauza un declin al piețelor de capital (Dornbusch & Fischer, 1980). Ratele de schimb pot fi, la rândul lor, influențate de cursurile de acțiuni. Un trend ascendent al acestora determină, uneori, influxuri de capitaluri străine, care vor spori oferta de valută cauzând întărirea monedei naționale, în timp ce declinul piețelor de capital o poate deprecia (Branson, 1983; Frankel, 1983). Aceste intercondiționări depind de anumite caracteristici ale piețelor financiare: gradul de dezvoltare a piețelor de capital, regimul cursurilor valutare etc. (Aggarwal, 1981; Ajayi & Mougoue, 1996; Yang & Doong, 2004).

În ultimele decenii a fost relevat potențialul impact al pieței imobiliare asupra echilibrului macroeconomic. În multe țări, tranzacțiile speculative au ajuns să dețină ponderi substanțiale pe aceste piețe, cărora le influențează semnificativ evoluția. Astfel de tranzacții sunt finanțate, în mare măsură, prin credite bancare, ceea ce le face foarte sensibile la evoluția ratelor dobânzilor. Totodată, sistemul bancar poate fi destabilizat de o scădere de amploare a prețurilor imobiliare, care i-ar putea pune pe debitori în imposibilitatea de a-și rambursa creditele. În plus, prin intermediul arbitrajelor asupra rentabilității, piața imobiliară interacționează adeseori cu piețele financiare. În aceste circumstanțe, în prezența unui balon imobiliar speculativ, decidenții politicii monetare acționează, de regulă, cu prudență, pentru a evita amplificarea acestuia sau, dimpotrivă, o cădere bruscă a prețurilor (Case & Shiller, 2003; Koetter & Poghosyan, 2008; Cheng et al., 2012).

### **Procese decizionale strategice în cadrul conducerii politicii monetare**

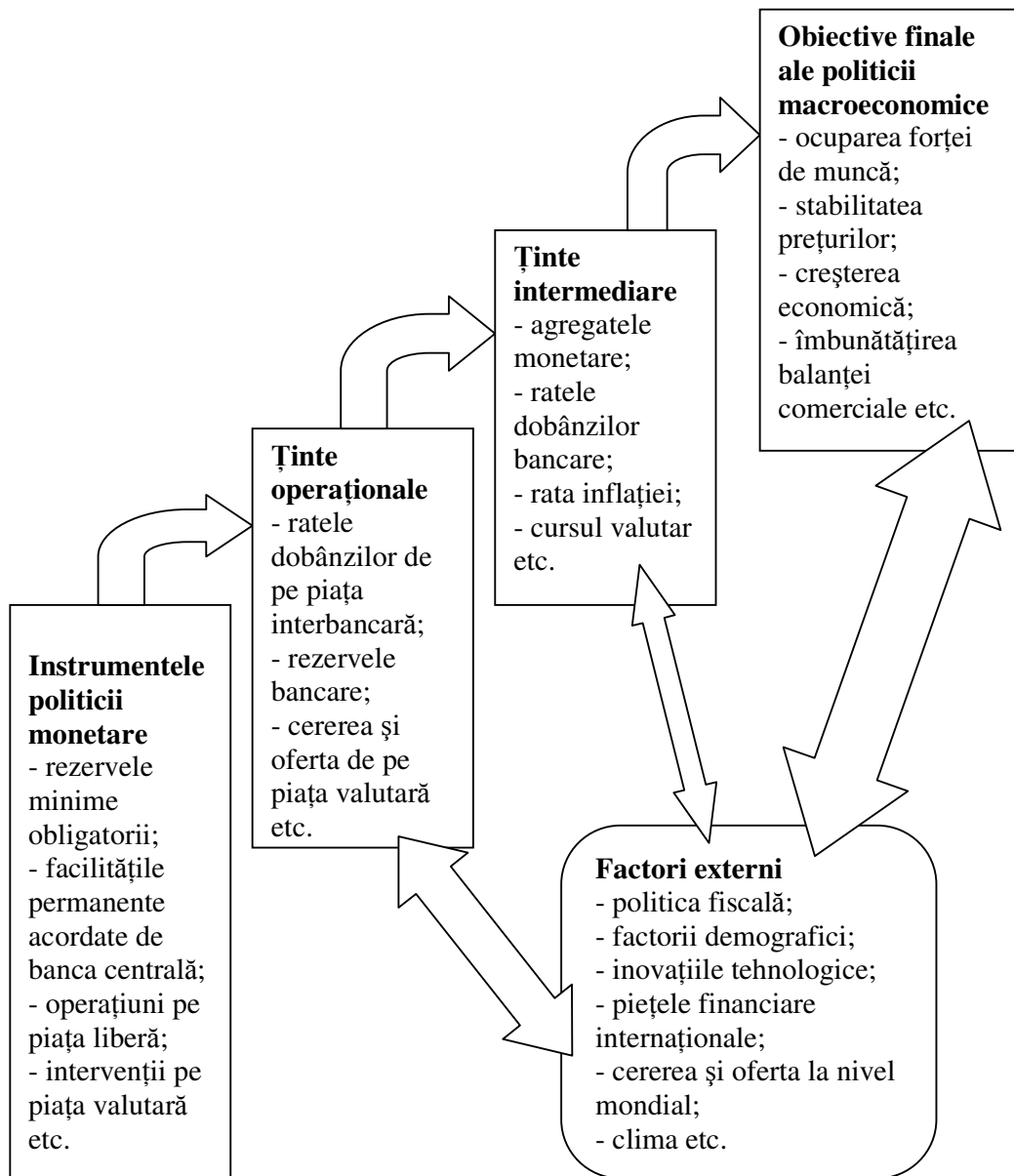
În cadrul actului managerial este indicată prezența unei strategii prin care să fie precizate obiectivele organizației pentru un orizont de timp relativ lung. În cazul conducerii politicilor monetare elaborarea strategiilor are unele particularități care derivă din natura obiectivelor și a instrumentelor utilizate pentru atingerea acestora.

Fiind o componentă a politicii macroeconomice, politica monetară este, evident, orientată către atingerea obiectivelor finale ale acesteia:

- ocuparea forței de muncă;
- stabilitatea prețurilor;
- creșterea economică;
- îmbunătățirea balanței comerciale etc.

În elaborarea strategiei de politică monetară trebuie luat în considerare faptul că banca centrală nu poate interveni direct asupra obiectivelor finale macroeconomice. Influența sa se manifestă indirect, printr-un proces care cuprinde mai multe faze (Mayer et al., 1993; Miller & Van Hoose, 2009; Mishkin, 2010). Într-o primă fază, banca centrală acționează prin intermediul unor instrumente de politică monetară (rezervele minime obligatorii, facilitățile permanente acordate de banca centrală, operațiuni pe piața liberă, intervenții pe piața valutară etc.) asupra unor variabile monetare numite ținte operaționale:

- ratele dobânzilor de pe piața interbancară;
- rezervele bancare;
- cererea și oferta de pe piața valutară etc.



**Figura 1.** Influența instrumentelor politicii monetare asupra obiectivelor finale ale politicii macroeconomice

În a doua fază, variabilele ce constituie țintele operaționale își exercită influența asupra altor variabile monetare numite ținte intermediare:

- agregate monetare;
- ratele dobânzilor bancare;
- rata inflației;
- cursul valutar etc.

În final, variabilele din categoria țintelor intermediare vor influența variabilele ce alcătuiesc obiectivele finale ale politicii macroeconomice. În acest proces își exercită impactul și unii factori externi, care nu pot fi influențați de instrumentele politicii monetare: politica fiscală, factorii demografici, inovațiile tehnologice, piețele financiare internaționale, cererea și oferta la nivel mondial, clima etc. Relațiile dintre acestea și variabilele ce constituie țintele operaționale, țintele intermediare sau obiectivele macroeconomice finale pot fi bidirecționale, manifestate prin interacțiuni (Figura 1).

Unele studii asupra conducerii politicii monetare din ultimele decenii au ajuns la concluzia că ar fi de dorit ca o bancă centrală să se concentreze asupra unei singure ținte intermediare (Mishkin, 2006; Miller & Van Hoose, 2009). Pentru o astfel de alegere sunt recomandate mai multe criterii:

- posibilitatea de cuantificare;
- măsura în care variabila ce constituie ținta intermediară poate fi influențată de banca centrală;
- predictibilitatea efectelor asupra obiectivelor finale (Mishkin, 2010).

În prezent, în cadrul teoriilor monetare se confruntă două puncte de vedere diferite cu privire la modul în care strategiile de politică monetară ar trebui să abordeze țintele intermediare:

- abordări ce promovează conducerea discreționară a politicii monetare;
- abordări ce promovează strategii de politică monetară bazată pe utilizarea de ancore nominale.

Conducerea discreționară a politicii monetare acordă băncii centrale o libertate deplină în ce privește țintele intermediare. Autoritatea monetară nu este obligată să anunțe variabilele pe care le-a ales drept ținte și nici nivelurile dezirabile avute în vedere. Banca centrală acționează asupra acestor ținte de câte ori consideră necesar, fără a urma reguli stricte. Cel mai cunoscut exemplu de conducere discreționară este oferit de strategia de politică monetară aplicată de mai

mulți ani în Statele Unite. În literatura financiară au fost relevate unele vulnerabilități ale politicii monetare condusă discreționar, în primul rând inconsistența în timp. Atunci când nu urmează o regulă strictă, banca centrală este expusă presiunilor de relaxare a politicii monetare pentru a favoriza creșterea economică. În plus, faptul că influența instrumentelor monetare asupra obiectivelor finale se manifestă indirect, în perioade de timp relativ lungi, face ca uneori politica monetară să acționeze tardiv față de schimbările intervenite (Calvo, 1978; Barro & Gordon, 1983; Clarida et al., 1999;).

Aplicarea unor reguli stricte în conducerea politicii monetare oferă avantajul consistenței în timp întrucât apăra, oarecum, băncile centrale în fața presiunilor de stimulare a creșterii economice (Mishkin, 1982; Taylor, 1999; Woodford, 2001). În general, aceste reguli se referă la valorile nominale (valorile reale sunt interpretabile întrucât se bazează pe prognozele asupra inflației) ale unor variabile monetare cu o influență substanțială asupra stabilității prețurilor. Aceste variabile sunt numite ancore nominale întrucât se consideră că au rolul de a fixa prețurile. În practică sunt aplicate diferite variante ale strategiilor de politică monetară bazate pe utilizarea unor ancore nominale:

- strategii de țintire a cursurilor valutare;
- strategii de țintire a agregatelor monetare;
- strategii de țintire a inflației etc.

Atunci când o bancă centrală se bucură de suficientă credibilitate, anunțul public al acesteia cu privire la nivelul dezirabil al țintei intermediare poate influența așteptările monetare, ceea ce sporește eficacitatea eforturilor de menținere a stabilității prețurilor. În plus, o anumită transparență asupra țintelor politicii monetare conferă predictibilitate mediului de afaceri (King & Wolman, 2004; Adam & Billi, 2005; Sauer, 2007; Benati & Goodhart, 2010).

În concordanță cu mecanismul de acțiune a instrumentelor politicii monetare asupra obiectivelor finale ale politicii macroeconomice putem lua în considerare un proces decizional strategic de conducere a politicii monetare care cuprinde șase faze:

- stabilirea contribuției politicii monetare la îndeplinirea obiectivelor finale ale politicii macroeconomice;
- alegerea țintelor intermediare;
- alegerea țintelor operaționale;
- analiza constrângerilor decizionale;
- alegerea modalității de aplicare a instrumentelor politicii monetare;

- implementarea deciziei (Figura 2).

Este de dorit să se asigure reversibilitatea acestui proces decizional care să permită reluarea oricărei faze în cazul unor schimbări neprevăzute.

Contribuția politicii monetare la îndeplinirea obiectivelor finale ale politicii macroeconomice este diferențiată. În general, acțiunile băncii centrale pe plan macroeconomic vizează cu prioritate stabilitatea prețurilor, care se află într-o relație directă cu principalele variabile monetare. Rolul politicii monetare în atingerea celorlalte obiective finale este influențat de mai mulți factori: independența băncii centrale, coordonarea cu politica fiscală etc.

Odată identificat rolul pe care politica monetară trebuie să îl joace în atingerea obiectivelor finale se poate trece la alegerea variabilelor care vor servi drept ținte intermediare:

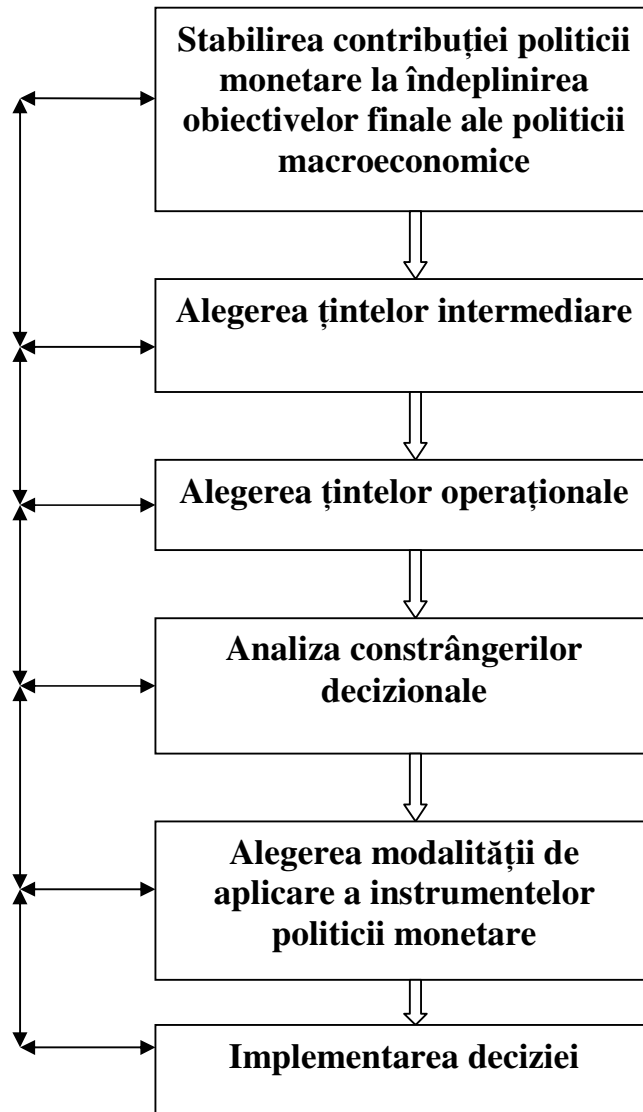
- agregatele monetare M1, M2, M3 etc. (mai exact, ratele acestora de creștere);
- ratele, nominale sau reale, ale dobânzilor bancare;
- cursurile valutare;
- rata inflației etc.

Sunt stabilite, totodată, nivelurile dezirabile ale acestor variabile la care trebuie să se ajungă prin intermediul țăintelor operaționale.

În alegerea țăintelor operaționale sunt luate în considerare rezultatele fazei anterioare. Pentru fiecare dintre țăintele intermediare sunt alese una sau mai multe variabile cu influență semnificativă:

- ratele dobânzilor de pe piața interbancară pentru ratele dobânzilor practicate de bănci;
- rezervele bancare pentru agregatele monetare;
- cererea și oferta de pe piața valutară pentru ratele de schimb etc.

Analiza constrângerilor politicii monetare permite identificarea și eliminarea căilor de acțiune neviabile. În cazul prezenței unor baloane speculative pe piața de capital sau pe cea imobiliară este indicată evitarea unor schimbări bruște ale cursului politicii monetare. În plus, prezența unui deficit bugetar substanțial poate restrânge libertatea de acțiune a băncii centrale.



**Figura 2.** Proces decizional strategic de conducere a politicii monetare

Pentru alegerea modalității de aplicare a instrumentelor politicii monetare sunt luate în calcul constrângerile decizionale precum și țintele intermediare și operaționale adoptate anterior. Spre deosebire de operațiunile pe piața liberă sau (în anumite situații) de intervențiile pe piața valutară, modificările rezervelor minime obligatorii sau ale facilităților permanente acordate de banca centrală pot transmite mesaje semnificative asupra schimbării cursului politicii monetare. Astfel de mesaje prin influența pe care o exercită asupra așteptărilor monetare pot spori eficacitatea instrumentelor aplicate însă, în anumite circumstanțe, pot accentua instabilitatea unor piețe financiare.



Implementarea deciziei asupra obiectivelor și instrumentelor se materializează în punerea în practică a cursului stabilit pentru politica monetară. Este indicată instituirea unui sistem de monitorizare a valorilor ce constituie țintele operaționale sau intermediare care să permită aplicarea operativă a unor măsuri de corecție atunci când valorile acestor variabile se îndepărtează de nivelurile dezirabile.

## **Concluzii**

În această lucrare au fost abordate procesele decizionale strategice care intervin în conducerea politicii monetare. Unele dintre caracteristicile acestora derivă din trăsăturile politicii monetare: coordonarea cu celelalte componente ale politicii macroeconomice, relațiile dintre banca centrală și guvern, interacțiunile unor variabile monetare cu alte variabile economice etc.

Recenta criză globală a relevat necesitatea unor schimbări profunde în privința strategiilor de politică monetară (Cannata & Quagliariello, 2009; Moutot & Vitale, 2009; Bean et al. 2010; Cassola et al. 2010; Lenza et al. 2010; Fahr et al. 2011). Agravarea problemei șomajului ar putea intensifica presiunile asupra băncilor centrale pentru aplicarea unor politici monetare orientate către ocuparea forței de muncă. Criza a relevat și ineficacitatea actualelor reglementări bancare, care nu au putut împiedica băncile să își asume riscuri exagerate, finanțând speculațiile de pe piețele de capital sau imobiliare care au agravat vulnerabilitatea sistemului financiar. În aceste circumstanțe, ar fi de dorit ca regândirea conducerii politicii monetare să ia în considerare și o restructurare a sistemului bancar.

## **Referințe**

Adam, Klaus & Billi, Roberto M. (2005), *Discretionary Monetary Policy and the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates*, The Federal Reserve of Kansas City, RWP 05-08.

Adrian, Tobias & Shin, Hyun, Song (2008), *Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*, Jackson Hole Economic Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 287-334.

Aggarwal, R. (1981), *Exchange Rates and Stock Prices: A Study of the US Capital Markets under Floating Exchange Rates*, Akron Business and Economic Review, 12, pp. 7-12.

Aharony, J. & Swary I. (1983), *Effects of bank failures: Evidence from capital markets*, Journal of Business, Vol. 56 (3), pp. 305-322.

Ajayi, R. A. & Mougoue, M. (1996), *On the Dynamic Relation between Stock Prices and Exchange Rates*, Journal of Financial Research, 19(2), pp. 193-207.

Alesina, Alberto & Summers, Lawrence, H. (1993), *Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence*, Journal of Money, Credit, and Banking 25: pp. 151-162.

Alesina, Alberto & Stella, Andrea (2010), *The Politics of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series 15856 (<http://www.nber.org/papers/w15856>)

Allen, Bill & Sterne, Gabriel (2001), *The Evolution of Monetary Framework Design in the 1990s*, Central Banking, Vol. XI, No. 3, pp. 34–42.

Altunbas, Y. & Gambacorta, L. & Marqués - Ibañez, D. (2010), *Does monetary policy affect bank risk-taking?*, European Central Bank Working Paper Series No. 1166.

Angeloni, Ignazio & Faia, Ester (2013), *Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks*, Journal of Monetary Economics, Vol. 36(11), pp. 311-324.

Barro, Robert J. & Gordon, David B (1983), *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, Journal of Political Economy 91 (4), pp. 589–610.

Bean, C. & Paustian, M. & Penalver, A. & Taylor, T. (2010), *Monetary Policy after the Fall*, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming, August.

Benati, L. & Goodhart, C. (2010), *Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record, 1979 – 2008*, In Handbook of Monetary Economics, Vol. 1D, ed. B. Friedman and M. Woodford, North Holland.

Berger, H. & Jakob, De., H. & Sylvester, C.W.E. (2000), *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*, CESifo Working Paper Series 225.

Bernanke, B.S. & Gertler, M. (2001), *Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?*, American Economic Review, 91(2), pp. 253-257.

Bernanke Ben S. & Kuttner, Kenneth N. (2003), *What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?*, The Federal Reserve Bank of St. Louis.

Bibow, J. (2002), *Keynes on central banking and the structure of monetary policy*, History of Political Economy 34(4): pp. 749–87.

Blinder, Alan S. (1999), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge: MIT Press.

Bordo, M. & Jeanne, O. (2002), *Boom-Bust in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy*, NBER Working Paper, No. 8966

Borio, C. & Lowe, P. (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers No. 114

Branson, W. (1983), *Macroeconomic determinants of real exchange risk, Managing Foreign Exchange Risk*, Cambridge University.

Calvo, Guillermo (1978), *On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy*, Econometrica No. 46, pp. 1411 – 1428.

Cannata, F. & Quagliariello M. (2009), *The role of Basel II in the subprime financial crisis: Guilty or not guilty?* CAREFIN WP 3/09, Università Bocconi  
(<http://ssrn.com/abstract=1330417>)

Case, Karl & Shiller, Robert J. (2003), *Is There a Bubble in the Housing Market?*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2003(2), pp. 299 - 362.

Cassola, N. & Durré, A. & Holthausen, C. (2010), *Implementing monetary policy in the crisis times: the case of the ECB*, ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November.  
(<http://ideas.repec.org/h/ecb/chaptr/cbc6-23.html>)

Cheng, Ing, Haw & Sahil, Raina & Xiong, Wei (2012), *Wall Street and the Housing Bubble*, Princeton University Working Paper.

Clarida, Richard & Gali, Jordi & Gertler, Mark (1999), *The Science of Monetary Policy: Evidence and Some Theory*, Journal of Economic Literature, No. 37, pp.1661—1707.

Clouse, James (2013), *Monetary Policy and Financial Stability Risks: An Example*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, No. 2013-41.  
([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2303887](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2303887))

Crowe, C. & Meade E.E. (2007), *The evolution of central bank governance around the world*, Journal of Economic Perspectives 21(4): pp. 69–90.

Cukierman, Alex. (1992), *Central Bank Strategies, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge: MIT Press.

Cukierman, A. & Webb S. & Neyapti, B. (1992), *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*, World Bank Economic Review, pp. 353-398, Reprinted in S.C.W. Eijffinger (ed.) *Independent Central Banks and Economic Performance - The International Library of Critical Writings in Economics Series*, Edward Elgar, UK, 1997.

Daunfeldt, S. O. & Hellström, J. & Landström, M. (2008), *Why Do Politicians Implement Central Bank Independence Reforms?*, Umea Economic Studies 733, Umea University.

De Graeve, Ferre & Kick, Thomas & Koetter, Michael (2008), *Monetary policy and financial (in)stability: An integrated micro-macro approach*, Journal of Financial Stability, Vol. 4, pp. 205 - 231.

Debelle, G. & Fischer, S. (1994), *How independent should a central bank be?*, in J. Fuhrer (ed.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.

Dornbusch, Rudiger & Fischer, Stanley (1980), *Exchange Rates and the Current Account*, American Economic Review, 70(5), pp. 960 - 971.

Dornbusch, Rudiger & Fischer, Stanley (1990), *Macroeconomics*, McGraw-Hill, 5th ed., New York.

Eijffinger, S.C.W. & Haan J. De (1996), *The political economy of central-bank Independence*, Special Papers in International Economics 19. Princeton, NJ: Princeton University International Finance Section.

Fahr, Stephan & Motto, Roberto & Rostagno, Massimo & Smets, Frank & Tristani Oreste (2011), *A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times; Lessons from the Recent Past*, European Central Bank, Working Paper Series No 1336 ([http://ssrn.com/abstract\\_id=1814928](http://ssrn.com/abstract_id=1814928))

Frankel, Jacob A. (1983), *Monetary and Portfolio - Balance Models of Exchange Rate Determination*, in J. S. Bhandari and B. H. Putnampp (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge: MIT Press, pp. 84 – 115.

Fry, Maxwell & Julius De Anne & Mahadeva, Lavan & Roger Sandra & Sterne Gabriel (2000), *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, in *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, edited by Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, Routledge, London.

Fuhrer, Jeffrey (1997), *Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?*, *New England Economic Review*, pp. 19–36.

Giersch, H. & Lehment H. (1981), *Monetary policy: does independence make a difference? The German experience*, *ORDO* 32: pp. 3–16.

Goodfriend, M. (1986), *Monetary mystique: Secrecy and central banking*, *Journal of Monetary Economics* 17(1), pp. 63–92.

Goodhart, Charles (2000), *The Role of the Monetary Policy Committees: Strategic Considerations*, in *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, edited by Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, Routledge, London.

Grilli, V. & Masciandaro, D. & Tabellini, G. (1991), *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, *Economic Policy*, 13, 341–92.

Kaminsky, G. & Reinhart, C. (1999), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, *American Economic Review* 89, pp. 473–500.

King, Mervyn (2004), *The Institutions of Monetary Policy*, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 94, pp. 1-13.

King, Robert G. & Wolman, Alexander L. (2004), *Monetary Discretion, Pricing Complementarity and Dynamic Multiple Equilibria*, *Quarterly Journal of Economics* 119 (4), pp. 1513–53.

Koetter, Michael & Poghosyan, Tigran (2008), *Real Estate Markets and Bank Distress*, *Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, Series 2, No. 18*.

Kydland, Finn, E. & Prescott, Edward, C. (1977), *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy 85 (3), pp. 473–91.

Lenza, M. & Pill, H. & Reichlin, L. (2010), *Monetary Policy in Exceptional Times*, CEPR Working Paper No. 7669

Levin, Andrew, T. & Onatski, Alexei & Williams, John, C. & Williams, Noah (2005), *Monetary Policy under Uncertainty in Micro-Founded Macroeconometric Models*, NBER Working Paper 11523 (<http://www.nber.org/papers/w11523>)

Manago, Gabriel (1998), *Measuring Central Bank Independence: A Tale of Subjectivity and of Its Consequences*, Oxford Economic Papers 50: 468-492.

Maslowska A. (2008), *Quest for the Best: How the Measure Central Bank Independence and Show its Relation with Inflation?*, Discussion Paper Series, Aboa Centre for Economics, n.37.

Mayer, Thomas & Duesenberry, James S., & Aliber, Robert Z. (1993), *Money, Banking, and the Economy*, 5<sup>th</sup> edition, W W Norton & Co. Inc.

Miller, Roger, LeRoy & Van Hoose, David, D. (2009), *Modern Money and Banking*, McGraw Hill, 4th ed., New York.

Mishkin, F.S. (1982), *Does Anticipated Monetary Policy Matter? An Econometric Investigation*, Journal of Political Economy, Vol. 90, February, pp. 22-51.

Mishkin, F.S. (2006), *Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 12515 (<http://www.nber.org/papers/w12515>)

Mishkin, F.S. (2010), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 9th edition, Addison-Wesley, Boston.

Moutot, Philippe & Vitale, Giovanni (2009), *Monetary Policy Strategy in a Global Environment*, European Central Bank, Occasional Paper Series No 106 / August 2009 ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1325247](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1325247))

Oritani Y. (2010), *Public Governance of Central Banks: An Approach from New Institutional Economics*, BIS Working Papers, Bank for International Settlements, no. 299. (<http://www.bis.org/publ/work299.pdf>)

Patelis, Alex D. (1997), *Stock Return Predictability and The Role of Monetary Policy*, Journal of Finance no. 52, pp. 1951-1972.

Peek, J. & Rosengren, E. S. & Tootell, G. M. B. (1999), *Is bank supervision central to central banking?*, Quarterly Journal of Economics No. 114, pp. 629-655.

Pollard, Patricia S. (2003), *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, The Federal Reserve Bank of St. Louis  
(<http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/01/Pollard.pdf?q=urban-meyer-press-conference-today>).

Rajan, R. G. (2006), *Has Finance Made the World Riskier?*, European Financial Management, Vol. 12 (4), pp. 499-533.

Robinson, David J. & Stella, Peter (1987), *Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits*, IMF Working Paper 87/73. Reprinted in Mario I. Blejer and Adrienne Cheasty, eds., 1993, *How to Measure the Fiscal Deficit* (Washington: International Monetary Fund).

Sauer, Stephan (2007), *Discretion Rather Than Rules? When Is Discretionary Policy-Making Better Than The Timeless Perspective?*, European Central Bank, Working Paper Series No 717 / January 2007 ([http://ssrn.com/abstract\\_id=955781](http://ssrn.com/abstract_id=955781)).

Serwa, D. (2007), *Larger crises cost more: impact of banking sector instability on output growth*, MPRA Paper, 5101. (<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7804>)

Söderstrom, Ulf (2002), *Monetary Policy with Uncertain Parameters*, Scandinavian Journal of Economics, vol. 104 (February), pp. 125-45.

Stella, Peter (2002), *Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility*, IMF Working Paper 02/137. (<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2005/02/pdf/stella2.pdf>)

Taylor, J.B. (1999), *Monetary Policy Rules*, National Bureau of Economic Research, Studies in Business Cycles, Vol. 31, University of Chicago Press, Chicago.

Tuladhar, Anita (2005), *Governance Structures and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks*, IMF Working Paper, WP/05/183.  
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05183.pdf>)

Walsh, C. E. (1995), *Optimal Contracts for Central Bankers*, American Economic Review, 85, 150–67.

Woodford, M. (2001), *The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy*, American Economic Review, Vol. 91, Papers and Proceedings, May, pp. 232-237

Wray, L.R. (2007), *A Post-Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the rules-versus-discretion debate*, Working Paper 510, Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Yang, Sheng - Yung & Doong Shuh - Chyi (2004), *Price and Volatility Spillovers between Stock Prices and Exchange Rates: Empirical Evidence from the G-7 Countries*, International Journal of Business and Economics, Vol. 3, pp. 139–153.