



Munich Personal RePEc Archive

The use of exchange rates as nominal anchors

Dumitriu, Ramona and Stefanescu, Razvan

Dunarea de Jos University of Galati, Dunarea de Jos University of Galati

22 December 2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/52415/>
MPRA Paper No. 52415, posted 28 Dec 2013 20:51 UTC

Utilizarea cursurilor valutare drept ancore nominale antiinflaționiste

Ramona Dumitriu
Razvan Stefanescu

Abstract: In the last decades, the use of the exchange rates as nominal anchors to tie down the prices seemed to experience a decline. However, the exchange rates targeting could become a solution for some countries in dealing with the actual circumstances. In this paper we approach some key elements of the exchange rates policy.

Key words: Monetary Policy, Exchange Rate Regimes, Nominal Anchors.

JEL classification: F31, E50, E52

Introducere

Un element important al fundamentării strategiilor de politici monetare este reprezentat de decizia asupra utilizării unei ancore nominale antiinflaționiste, sub forma unei variabile macroeconomice cu un impact semnificativ asupra așteptărilor monetare. Mishkin (2010) a formulat câteva condiții esențiale pentru ca o variabilă macroeconomică să poată îndeplini rolul de ancoră antiinflaționistă:

- să fie ușor de cuantificat;
- să fie controlabilă de către banca centrală;
- efectele sale asupra obiectivelor politicii monetare să fie previzibile.

În plus, eficacitatea unei astfel de strategii de politică monetară este condiționată de transparența asupra țintelor urmărite și de credibilitatea pe care banca centrală o inspiră privind capacitatea și hotărârea de a atinge aceste ținte.

Alegerea cursurilor valutare drept ancoră nominală antiinflaționistă are câteva avantaje evidente. Ratele de schimb nominale, foarte simplu de cuantificat, pot avea un impact semnificativ nu doar asupra prețurilor de import ci și asupra altor categorii de prețuri. Banca centrală, care administrează rezervele internaționale ale țării, poate interveni direct pe piața valutară, vânzând sau cumpărând monedă străină pentru a aduce ratele de schimb către niveluri dezirabile. În plus, autoritățile monetare pot influența substanțial evoluția cursurilor valutare prin intermediul diferențelor dintre ratele dobânzilor de pe plan intern și cele practicate în străinătate sau transmițând unele semnale (de exemplu, prin declarații publice ale guvernatorului băncii centrale asupra intențiilor viitoare ale acestei instituții în privința ratelor de schimb) actorilor pieței valutare. În afara stabilității prețurilor, cursurile valutare pot influența, prin intermediul efectelor asupra competitivității, și alte obiective macroeconomice, precum echilibrul extern sau creșterea economică. Totodată, piața valutară poate interacționa semnificativ cu piața de capital.

O strategie de politică monetară bazată pe țintirea ratelor de schimb implică, obligatoriu, adoptarea unui regim al cursurilor valutare fixe. O astfel de opțiune afectează însă, în condițiile în care în ultimele decenii au fost înlăturate în mare măsură restricțiile asupra mișcărilor de capital, libertatea de acțiune a politicii monetare (Mundell, 1963; Frankel, 1999; Rose, 2000; Obstfeld et al., 2004). Alegerea între cursurile valutare fixe și cele variabile a suscitat și încă suscită dispute în cadrul literaturii economice (Mussa, 1986; Flood, & Rose, 1995; Ghosh et al., 2003; Reinhart & Rogoff, 2004; Shambaugh, 2004; Rose, 2011). La mijlocul secolului trecut, în perioada în care erau aplicate cu precădere politici macroeconomice de orientare keynesistă, cursurile valutare fixe predominau. Pentru monetariști, un regim al cursurilor fixe,

care nu permite corectarea dezechilibrelor externe, facilitează acumularea unor tensiuni majore care pot răbufni prin crize de amploare. În schimb, un regim al ratelor de schimb variabile, care îngăduie corecțiile automate, previne astfel de crize (Friedman, 1953). În opinia economiștilor monetariști nu valorile nominale ci valorile reale ale cursurilor valutare influențează semnificativ stabilitatea prețurilor.

În fapt, decizia asupra regimului cursurilor valutare nu poate fi redusă la simpla alegere între cursurile variabile și cele fixe. Între cele două extreme se află o mare varietate de sisteme ale ratelor de schimb care se diferențiază din perspectiva naturii intervenției băncii centrale pe piața valutară. Fiecare dintre acestea influențează în mod diferit gradul de libertate a politicii monetare.

Obiective ale intervenției pe piața valutară

În elaborarea intervenției băncii centrale pe piața valutară primează, de regulă, două obiective majore, ce pot fi influențate semnificativ de ratele de schimb: balanța comercială și inflația (Engel, 2009). Cursurile valutare au, de regulă, un impact substanțial asupra celor două componente majore ale balanței comerciale: exporturile și importurile. Întărirea monedei naționale în raport cu cele străine are drept consecințe scumpirea exporturilor și ieftinirea importurilor. În schimb, devalorizarea monedei naționale acționează în sens invers, favorizând exporturile nete. Devalorizarea monedei naționale în scopul atenuării deficitelor balanței comerciale, utilizată destul de frecvent în practică, are, totuși, unele limite. Uneori acest procedeu este ineficace în cazul economiilor naționale cu exporturi bazate în mare măsură pe importuri sau derulate prin filiale ale unor companii multinaționale care aplică metode ale transferului de prețuri în scopul reducerii impozitelor (Miles, 1979; Dornbusch & Fischer, 1980; Krueger, 1983; Levin, 1983; Himarios, 1989; Rose, 1990; Bahmani-Oskooee & Alse, 1994; Augustine, 1998; Boyd et al., 2001; Lee & Chinn, 2002; Rodrik, 2008). De regulă, efectele devalorizării asupra exporturilor nete nu se produc instantaneu; deficitul balanței comerciale continuă să crească, descriind o așa-numită „curbă J”. Acest fenomen, relevat de cercetări empirice, a fost explicat prin faptul că devalorizarea nu poate influența semnificativ tranzacțiile deja contractate (Magee, 1973; Bahmani-Oskooee, 1985; Rose & Yellen, 1989; Bahmani-Oskooee & Alse, 1994). Studiile empirice au relevat și impactul negativ al instabilității ratelor de schimb asupra importurilor și exporturilor prin percepția unor riscuri valutare semnificative indusă comercianților (Akhtar & Hilton, 1984; Pereg & Steinherr, 1989; Broll & Eckwert, 1999; McKenzie, 1999; Arize et al., 2003; Bahmani-Oskooee & Hegerty, 2007). Acest fapt a impus orientarea politicilor valutare către atenuarea fluctuațiilor ratelor de schimb.

Evoluția cursurilor valutare poate avea un impact semnificativ asupra proceselor inflaționiste. Variația ratelor de schimb, care afectează nemijlocit prețurile bunurilor de import, poate antrena, prin diferite canale (prin costurile materiilor prime importate, prin intermediul salariilor, prin influența asupra așteptărilor inflaționiste etc.) și alte categorii de prețuri. Adeseori, impactul cursurilor valutare asupra prețurilor are un caracter asimetric, efectele devalorizării fiind mult mai consistente față de cele ale întăririi monedei naționale (Canetti & Greene, 1992; Goldberg & Knetter, 1997; Parsley & Popper, 1998; Kim & Roubini, 2000; McCarthy, 2000; Campa & Goldberg, 2002; Smets & Wouters, 2002; Choudhri & Hakura, 2001; Gagnon & Ihrig, 2002; Kim, 2003; Ito & Sato, 2007; Mishkin, 2008; Takhtamanova, 2008).

Natura impactului ratelor de schimb asupra inflației și comerțului exterior induce o relație concurențială între cele două obiective majore ale politicii valutare. În aceste circumstanțe,

autoritatea monetară trebuie să decidă în ce măsură poate utiliza, de exemplu, cursul valutar drept ancoră antiinflaționistă fără a periclita competitivitatea externă. Această dilemă apare și în cazul României, unde studiul tendințelor sugerează o influență semnificativă a cursurilor valutare deopotrivă asupra prețurilor și exporturilor nete (Figurile 1 și 2).

Regimuri de cursuri valutare

Decizia asupra regimului de cursuri valutare a devenit relevantă încă din prima jumătate a secolului trecut. În perioada așa-numitului etalon-aur, când monedele naționale aveau, în general, acoperire în aur, ratele de schimb dintre acestea erau relativ stabile, reflectând cantitățile de metal prețios care reveneau unităților monetare. Pe parcursul primului război mondial cele mai multe dintre statele beligerante (cu excepția, notabilă, a Statelor Unite) au fost obligate, pentru a-și putea finanța cheltuielile emițând bani de hârtie, să renunțe la convertibilitatea în aur a monedelor naționale ceea ce a indus instabilitate pe piețele valutare. În perioada interbelică, marcată de eșecuri ale încercărilor de revenire la acoperirea monedelor în metal prețios, au fost luate în considerare diferite soluții pentru problema instabilității cursurilor valutare, inclusiv crearea unui sistem monetar internațional. Marea recesiune care a precedat al doilea război mondial a zădărnicit însă aceste eforturi.

În iulie 1944, în localitatea Bretton Woods din Statele Unite, delegați din 44 de state aliate în acel moment în războiul împotriva Germaniei, au participat la o conferință finalizată prin instituirea unui sistem monetar internațional cunoscut drept „Sistemul Bretton Woods”. În centrul acestui sistem se afla dolarul SUA, singura monedă care își menținea acoperirea în aur (în timp ce economiile celor mai multe state fuseseră devastate de război, cea americană se întărise, practic, în timpul conflictului iar Sistemul Rezervei Federale dispunea de cele mai mari rezerve de aur) la un curs de 35 dolari pentru o uncie de aur. Celelalte monede erau legate de dolar prin cursuri relativ fixe, materializate în așa-numitele parități. Băncile centrale își asumau obligația de a menține, prin intervenții pe piețele valutare, ratele de schimb față de dolar, în benzi înguste de fluctuație în jurul acestor parități (cu o marjă de plus minus 1%). Pentru țările care înregistrau deficite de amploare ale balanței de plăți era prevăzută posibilitatea, cu acordul Fondului Monetar Internațional (această instituție a fost înființată în cadrul conferinței, ca de altfel și Banca Internațională de Reconstrucție și Dezvoltare, pentru a sprijini țările cu deficite externe consistente) devalorizării monedei naționale în vederea sporirii competitivității externe (în urma acestei măsuri exporturile deveneau mai ieftine iar importurile se scumpeau. Excepția de la această regulă se aplica Statelor Unite, obligate să mențină convertibilitatea dolarului în aur la un curs fix.

Pentru mai multe decenii, Sistemul Bretton Woods a reușit să mențină stabilitatea cursurilor valutare pentru țările occidentale însă vulnerabilitatea sa a devenit evidentă la puțin timp după aplicare. Devalorizările aplicate de multe dintre statele participante au întărit excesiv dolarul, diminuând competitivitatea externă a economiei americane. În plus, revirimentul economic al statelor Europei de Vest și al Japoniei a sporit concurența pe piețele internaționale. În aceste circumstanțe, soldul contului curent al Statelor Unite a trecut de la excedente la deficite substanțiale, a căror acoperire a condus la scăderea dramatică a rezervei de aur. Această situație punea sub semnul întrebării convertibilitatea dolarului în aur, care reprezenta un element esențial al Sistemului Bretton Woods. După mai multe tentative eșuate de remediere a deficiențelor, la 15 August 1971, președintele Richard Nixon a anunțat renunțarea la convertibilitatea dolarului în aur, ceea ce a însemnat, practic, abolirea acestui sistem.

După înlăturarea Sistemului Bretton Woods au fost practicate variate regimuri de cursuri valutare. Multe dintre țările dezvoltate au optat inițial pentru flotarea liberă a cursurilor, fără

implicarea băncii centrale, însă fluctuațiile abrupte ale ratelor de schimb au făcut evidentă necesitatea unei intervenții, chiar și limitată. În anul 1972, țările membre ale Comunității Economice Europene au înființat așa-numitul „șarpe monetar” – un regim valutar care restrângea fluctuațiile ratelor de schimb la o marjă de +/- 2,25%. Acest sistem a suferit numeroase schimbări de-a lungul anilor culminând cu înființarea zonei euro în 1999. În anul 1985, pentru a preveni o întărire excesivă a dolarului, Statele Unite, Franța, Germania, Japonia și Marea Britanie au convenit, prin Acordul de la Plaza, o intervenție coordonată a băncilor centrale pe piețele valutare. Unele dintre țările mici au optat pentru legarea monedelor naționale, sub diferite forme, de monede mai puternice.

În ultimele decenii a devenit evident rolul major pe care îl joacă operațiunile speculative pe piețele valutare. Uneori, așa cum s-a întâmplat în 1992 în Marea Britanie, în 1994 în Mexic, în 1997 în Asia de Sud – Est, sau în Rusia în 1998, atacurile speculatorilor, susținute de resurse financiare uriașe, au reușit să înfrângă eforturile băncilor centrale de a apăra cursurile fixe. În aceste circumstanțe, în alegerea regimului de cursuri valutare trebuie luată în considerare, pe lângă potențialele efecte asupra inflației sau comerțului exterior, și capacitatea băncii centrale de a apăra moneda națională împotriva atacurilor speculative (Krugman, 1979; Obstfeld, 1986; Eichengreen et al., 1995).

În prezent sunt practicate diverse de regimuri ale ratelor de schimb, pentru a căror clasificare sunt utilizate diferite criterii. Astfel, în raport cu modul de determinare a cursurilor valutare, pot fi delimitate două mari categorii de regimuri:

- regimuri de cursuri variabile;
- regimuri de cursuri fixe.

Categoria cursurilor variabile cuprinde mai multe tipuri de regimuri care au în comun faptul că ratele de schimb rezultă primordial din confruntarea liberă dintre cererea și oferta de pe piața valutară:

- flotația independentă, în care banca centrală nu acționează pe piața valutară pentru a influența cursurile;
- flotația ușor controlată, în care banca centrală intervine, ocazional, pentru a atenua fluctuațiile ratelor de schimb;
- flotația controlată, ce presupune o intervenție activă pe piața valutară a băncii centrale fără anunțul unor reguli sau ținte asociate acestei intervenții.

Regimurile cursurilor fixe, caracterizate prin legarea monedei naționale de o monedă puternică (sau de un coș de monede puternice) includ:

- regimuri de tip „Crawling Broad Band”, în cadrul cărora autoritatea monetară își propune menținerea cursurilor valutare în cadrul unor benzi de fluctuație relativ largi care sunt ajustate periodic, în raport cu o regulă prestabilită;
- regimuri de tip „Crawling Narrow Band”, care diferă de cele anterioare prin faptul că benzile de fluctuație sunt mai înguste;
- regimuri de tip „Crawling Peg”, care presupun ajustarea periodică (uneori este stabilită și anunțată o regulă cu privire la o rată constantă de depreciere sau apreciere a monedei naționale);
- regimuri de tip „Pegged Within Bands”, în care banca centrală își alege drept țintă o bandă de fluctuație pentru cursul valutar;
- regimuri de tip „Fixed Peg” prin care banca centrală își stabilește drept țintă menținerea unor rate de schimb fixe însă nu dispune de o rezervă valutară suficientă pentru a apăra necondiționat stabilitatea cursurilor;

- consiliul valutar, care presupune, de asemenea, o țintă de menținere a unor cursuri fixe însă, de această dată, banca centrală deține o rezervă valutară suficient de mare pentru a apăra această țintă în orice condiții;
- dolarizarea, caracterizată prin faptul că guvernul alege să exprime obligațiile de plată într-o monedă străină.

Unele clasificări ale regimurilor ratelor de schimb se concentrează, în cazul cursurilor fixe, asupra hotărârii și capacității băncii centrale de a menține stabilitatea pieței valutare. În raport cu aceste aspecte, pot fi delimitate două sub-categorii de cursuri fixe:

- cursurile de tip „Soft Peg”, care nu presupun un angajament ferm al băncii centrale de menținere a țintei valutare și nici capacitatea acesteia de respingere a oricăror atacuri speculative în care sunt incluse regimurile: „Crawling Broad Band”, „Crawling Narrow Band”, „Crawling Peg”, „Pegged Within Bands” și „Fixed Peg”;
- cursurile de tip „Hard Peg”, la care hotărârea și capacitatea băncii centrale garantează stabilitatea cursurilor, cuprind regimurile de tip consiliu valutar și dolarizare (Frankel et al., 2000; Calvo & Mishkin, 2003; Ghosh et al., 2010; Rose, 2011).

În România, în anul 2005, odată cu adoptarea strategiei de țintire a inflației, banca centrală a comunicat că va urma un regim valutar de flotație controlată. În toamna anului 2008, Banca Națională a României (BNR) a anunțat respingerea unui atac speculativ la care ar fi participat mai multe bănci cu capital străin. În cadrul eforturilor de apărare a stabilității cursurilor valutare, BNR a acționat pentru creșterea substanțială, timp de câteva zile, a ratelor dobânzilor, stânenind, astfel, eforturile speculatorilor de a obține lichidități (Figura 3).

Impactul regimurilor valutare asupra strategiilor de politică monetară

Caracteristicile unui regim de cursuri valutare se răsfrâng nemijlocit asupra strategiilor de politică monetară. Gradul de implicare a băncii centrale pe piața valutară afectează atât libertatea de acțiune a acesteia în domeniul monetar cât și posibilitatea de influențare a așteptărilor inflaționiste.

Regimurile cursurilor variabile oferă, în principiu, avantajul unor corecții rapide ale deficitelor de cont curent. Totuși, cercetări ulterioare au relevat persistența dezechilibrelor externe și în cazul unor astfel de regimuri (Chinn & Wei, 2008; Ghosh et al., 2010). În plus, în cazul țărilor cu sisteme financiare fragile, incertitudinea asupra ratelor de schimb poate amplifica așteptările inflaționiste. Din aceste motive, cursurile valutare variabile sunt indicate în special pentru țările dezvoltate.

Unele regimuri din categoria cursurilor de tip „Soft Peg” oferă condiții pentru utilizarea ratelor de schimb drept ancore nominale antiinflaționiste. Totuși, unele dintre acestea nu sunt caracterizate printr-o regulă de intervenție, ceea ce se răsfrânge asupra eficacității influențării așteptărilor inflaționiste. În plus, credibilitatea asupra atingerii țintelor propuse nu este necondiționată. Unele dintre regimurile de tip „Soft Peg” permit, între anumite limite, corecții ale ratelor de schimb în cazul deficitelor de cont curent.

Din cele două tipuri de regimuri din categoria „Hard Peg”, consiliul valutar întrunește cel mai bine condițiile pentru o influențare substanțială a așteptărilor inflaționiste, care oscilează în jurul inflației din țara monedei ce servește drept reper. Rezerva valutară a băncii centrale depășește baza monetară, ceea ce îi permite, în principiu, să respingă orice atac speculativ. Adoptarea acestui sistem, care presupune renunțarea la o politică monetară proprie, este motivată adeseori de necesitatea întăririi încrederii în moneda națională. În anul 1983, în fața

unor percepții pesimiste asupra consecințelor viitoarei unificări cu China, autoritățile din Hong Kong au decis să lege moneda națională de dolarul SUA printr-o rată de schimb fixă, susținută de o rezervă valutară substanțială, care i-a permis respingerea atacurilor speculative în timpul crizei care a cuprins Asia de Sud - Est în perioada 1997-1998. La 1 iulie 1997, după o criză monetară acută, Bulgaria și-a legat moneda de marca germană prin regimul consiliului valutar (ulterior, odată cu înființarea Uniunii Monetare Europene, leva bulgară a fost legată de euro). Alte motive ale adoptării consiliului valutar derivă din relații comerciale și politice semnificative cu țara în raport cu care este legată moneda națională (este cazul lirei din Gibraltar, legată de lira sterlină, al dolarului din Estul Caraibelor, legat de dolarul SUA etc.). Cu toate că în general regimul consiliului valutar asigură stabilitatea monetară, uneori poate conduce la o întărire excesivă a monedei naționale, ceea ce periclitează competitivitatea externă. În anul 2002, după agravarea deficitului de cont curent, Argentina a renunțat la consiliul valutar pe care îl introdusese în 1991.

În ce privește dolarizarea, această alegere diminuează substanțial impactul ratelor de schimb asupra monedei naționale și, implicit, asupra așteptărilor inflaționiste. Astfel de regimuri au fost aplicate în special în țări mici, având legături comerciale sau politice substanțiale cu țările ale căror monede sunt folosite (Panama, Bahamas, Costa Rica etc.). În afara dolarizărilor oficiale, pot fi întâlnite și dolarizări de facto, neoficiale, în situația în care populația evită folosirea monedei naționale, în care și-a pierdut încrederea.

Concluzii

Diversitatea regimurilor ratelor de schimb fixe diferențiază strategiile de țintire a cursurilor valutare. Caracteristicile acestora variază în raport cu capacitatea și hotărârea băncii centrale de a apăra stabilitatea cursurilor valutare.

În ultimele decenii, strategiile bazate pe utilizarea ratelor de schimb drept ancore antiinflaționiste au cunoscut, în multe state, un anumit declin în contextul înlocuirii regimurilor cursurilor valutare fixe cu cele variabile. La această evoluție au concurat mai mulți factori:

- supraevaluarea monedelor naționale generată de cursurile fixe, ceea ce a provocat scăderea competitivității externe;
- vulnerabilitatea regimurilor cursurilor fixe în fața atacurilor speculatorilor;
- adoptarea doctrinei monetariste de către multe dintre băncile centrale.

Înlocuirea strategiilor de țintire a ratelor de schimb, de regulă cu strategii de țintire a inflației, a redat libertatea de acțiune politicii monetare interne și a permis sporirea competitivității externe.

Totuși, în anumite circumstanțe, o strategie de țintire a cursurilor valutare poate constitui, în special în cazul țărilor cu piețe financiare mai puțin dezvoltate, o soluție viabilă de combatere a inflației. Unele dintre noile state membre ale Uniunii Europene sunt obligate, înainte de a fi admise în zona euro, să mențină pentru o anumită perioadă de timp, ratele de schimb dintre moneda națională și cea europeană într-o bandă relativ îngustă de fluctuație. În plus, recenta criză globală a impus o revizuire a abordărilor strategiilor de politică monetară.

Referințe

Akhtar, M.A. & Hilton R.S. (1984), Effects of Uncertainty on German and U.S. Trade, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Spring, pp. 7-16.

- Arize, A.C. & Malindretos J. & K.M. Kasibhatle (2003), Does Exchange-Rate Volatility Depress Export Flows? The Case of LDCs, *Journal of International Advances in Economic Research*, pp. 82-100.
- Augustine, C., A. (1998), The long-run relationship between import flows and real exchange rate volatility: The experience of eight European economies, *International Review of Economics & Finance*, 7(4), pp. 417-435.
- Bahmani-Oskooee, M. (1985), Devaluation and the J-Curve: Some Evidence from LDCs, *The Review of Economics and Statistics*, 67, Aug., pp. 500-504.
- Bahmani-Oskooee, M. & Alse J. (1994), Short-Run versus Long-Run Effects of Devaluation: Error-Correction Modeling and Cointegration, *Eastern Economic Journal*, 20, Fall, pp. 453-464.
- Bahmani-Oskooee, M. & Hegerty S.W. (2007), Exchange Rate Volatility and Trade Flows: A Review Article, *Journal of Economic Studies*, 34(3), pp. 211-255.
- Boyd, D. & Caporale, G. M. & Smith, R. (2001), Real exchange rate effects on the balance of trade: cointegration and the Marshall-Lerner condition, *International Journal of Finance and Economics*, 6, pp. 187-200.
- Breedon, Francis & Pétursson, Thórarinn G. & Rose, Andrew K. (2011), Exchange Rate Policy in Small Rich Economies Queen Mary, University of London. School of Economics and Finance Working Paper Series Number 684 (<http://ssrn.com/abstract=2092877> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2092877>)
- Broll, U. & Eckwert B. (1999), Exchange Rate Volatility and International Trade, *Southern Economic Journal*, 66(1), pp. 178-185.
- Calvo Guillermo A. & Mishkin Frederic S. (2003), The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries, NBER Working Paper 9808 (<http://www.nber.org/papers/w9808>)
- Campa, J.M. & Goldberg, L. (2002), Exchange-rate Pass-through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? NBER Working Paper 8934.
- Canetti, E. & Greene, J. (1992), Monetary Growth and Exchange Rate Depreciation as Causes of Inflation in African Countries: An Empirical Analysis, *Journal of African Finance and Economic Development*, Vol. 1, pp. 37-62.
- Chinn Menzie D. & Wei Shang-Jin (2008), A Faith-based Initiative: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?, NBER Working Papers 14420, National Bureau of Economic Research (<http://www.lafollette.wisc.edu/publications/workingpapers/chinn2008-008.pdf>)
- Choudhri, E. & Hakura, D. (2001), Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?, IMF Working Paper No. 01/194.
- Eichengreen, B. & Rose, A. & Wyplosz, C. (1995), Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks", *Economic Policy* 21, pp. 249-312.
- Eichengreen, Barry & Andrew Rose (1999), The Empirics of Currency and Banking Crises,. NBER Reporter (<http://www.nber.org/reporter/winter99/eichengreen.html>)
- Engel, C. (2009), Exchange Rate Policies, Federal Reserve Bank of Dallas, Paper No. 8.
- Flood, Robert P. & Rose Andrew K. (1995), Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals, *The Journal of Monetary Economics* 36(1), pp. 3-37.

Frankel, J. & Fajnzylber, E. & Schmukler, S. & Serven, L. (2000), Verifying exchange rate regimes. World Bank Policy Research Working Paper 2397 (<http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/VerifyingExchangeRateRegimes.pdf>)

Friedman, Milton (1953), The Case for Flexible Exchange Rates, in M. Friedman, Essays in Positive Economics, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 157-203.

Gagnon, J. & Ihrig, J. (2002), Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through, Board of Governors of the Federal Reserve Working Paper.

Gagnon, J. (2011), Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy, Washington: Peterson Institute for International Economics.

Ghosh, Atish & Gulde Anne-Marie & Wolf Holger C. (2003), Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences, Cambridge, Massachusetts.

Ghosh, Atish R. & Ostry, Jonathan D. & Tsangarides Charalambos (2010), Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System, IMF Occasional Paper No. 270.

Goldberg, K. & Knetter, M. (1997), Goods prices and exchange rates: what have we learned?, Journal of Economic Literature No. 35.

Gulde Anne-Marie (1999), The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization, IMF Finance & Development, Volume 36, Number 3 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/pdf/gulde.pdf>)

Himarios, D. (1989), Do Devaluations Improve the Trade Balance? The Evidence Revisited, Economic Inquiry, 27, January, pp. 143-168.

Ito, T. & Sato, K. (2007), Exchange Rate Pass-Through and Domestic Inflation: A Comparison between East Asia and Latin American Countries, Research Institute of Economy, Trade and Industry Discussion Paper Series 07-E-040.

Kim, S. (2003), Monetary Policy, Foreign Exchange Intervention, and the Exchange Rate in a Unifying Framework, Journal of International Economics, 60, pp. 355-386.

Kim, S. & Roubini, N. (2000), Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution with a Structural VAR Approach. Journal of Monetary Economics, 45, pp. 561-586.

Klein, Michael & Shambaugh Jay (2010), Exchange Rate Regimes in the Modern Era, Cambridge, MA: MIT Press.

Krueger, A.D. (1983), Exchange Rate Determination, Cambridge University Press.

Krugman, P. (1979), A model of balance of payments crises, Journal of Money, Credit, and Banking 11, pp. 311-325

Lee, J. & Chinn, M. D. (2002), Current account and real exchange rate dynamics in the G-7 countries, IMF Working Paper, No. WP/02/130.

Levin, J. H. (1983), The J-curve, rational expectations, and the stability of the flexible exchange rate system, Journal of International Economics, 15, pp. 239-251.

Magee, S.P. (1973), Currency Contracts, Pass Through and Devaluation, Brooking Papers on Economic Activity, 1, pp. 303-325.

- Miyajima, Ken (2013), Foreign exchange intervention and expectation in emerging economies, BIS Working Papers 414, Bank for International Settlements (<http://ideas.repec.org/p/bis/biswps/414.html>)
- McCarthy, J. (2000), Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 111.
- McKenzie, M.D. (1999), The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade Flows, *Journal of Economic Surveys*, 13, pp. 71-104.
- Miles, M.A. (1979), The Effects of Devaluation on the Trade Balance and the Balance of Payments: Some New Results, *Journal of Political Economy*, 87, June, pp. 600-620.
- Mishkin, Frederic S. & Savastano, Miguel A. (2001), Monetary Policy Strategies for Latin America World Bank Policy Research Working Paper No. 2685 (<http://ssrn.com/abstract=632753>)
- 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. (2008), Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy. National Bureau of Economic Research Working Paper 13889.
- Mishkin, F.S. (2010), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 9th edition, Addison-Wesley, Boston.
- Mishkin, Frederic S. (2011), Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis NBER Working Paper No. w16755. (<http://ssrn.com/abstract=1754908>)
- Mundell, Robert A. (1963), Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), pp. 475–85.
- Mussa, Michael (1986), Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 25, pp. 201-214.
- Mussa, Michael & Masson, Paul R. & Swoboda, Alexander K. & Jadresic, Esteban & Mauro, Paolo & Berg, Andrew (2000), Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, *International Monetary Fund Occasional Paper* No. 193.
- Obstfeld Maurice (1986), Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises, *American Economic Review* 76 (1), pp. 72-81.
- Obstfeld, Maurice & Shambaugh, Jay C. & Taylor, Alan M. (2004), Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period, *IMF Staff Papers*, Vol. 51 (Special Issue), pp. 75-108.
- Parsley, D.C. & Popper, H.A. (1998), Exchange rates, domestic prices, and central bank actions: recent U.S. experience, *Southern Economic Journal*, 64 (4). pp. 957-972.
- Peree, E. & Steinherr A. (1989), Exchange rate uncertainty and foreign trade, *European Economic Review*, pp. 1241-1264.
- Reinhart, Carmen & Rogoff, Kenneth (2004), The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,” *Quarterly Journal of Economics*, 119 (1) pp. 1-48.
- Rodrik, Dani (2008), The Real Exchange Rate and Economic Growth, *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall), pp.365-412.

Rose, A. K. (1990), Exchange rates and the trade balance: some evidence from developing countries, *Economics Letters*, 34, pp. 271-275.

Rose, A.K. & Yellen J.L. (1989), Is There a J-Curve?, *Journal of Monetary Economics*, 24, July, pp. 53-68.

Rose, A. K. (2000), A Review of Some of the Economic Contributions of Robert A. Mundell, Winner of the 1999 Nobel Memorial Prize in Economics, *Scandinavian Journal of Economics*, 102(2), pp. 211-222.

Rose, A. K. (2011), Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky, *Journal of Economic Literature* (<http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/FFF.pdf>)

Shambaugh, Jay (2004), The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy, *Quarterly Journal of Economics* 119, pp. 301-352.

Smets, F. & Wouters R. (2002), Openness, Imperfect Exchange Rate Pass-through and Monetary Policy, *European Central Bank Working Paper No. 128*.

Takhtamanova, Y. (2008), Understanding Changes in Exchange Rate Pass-Through, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2008-13*.

Wolf, Holger & Ghosh, Atish & Berger, Helge & Gulde Anne-Marie (2008), *Currency Boards in Retrospect and Prospect*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Appendix

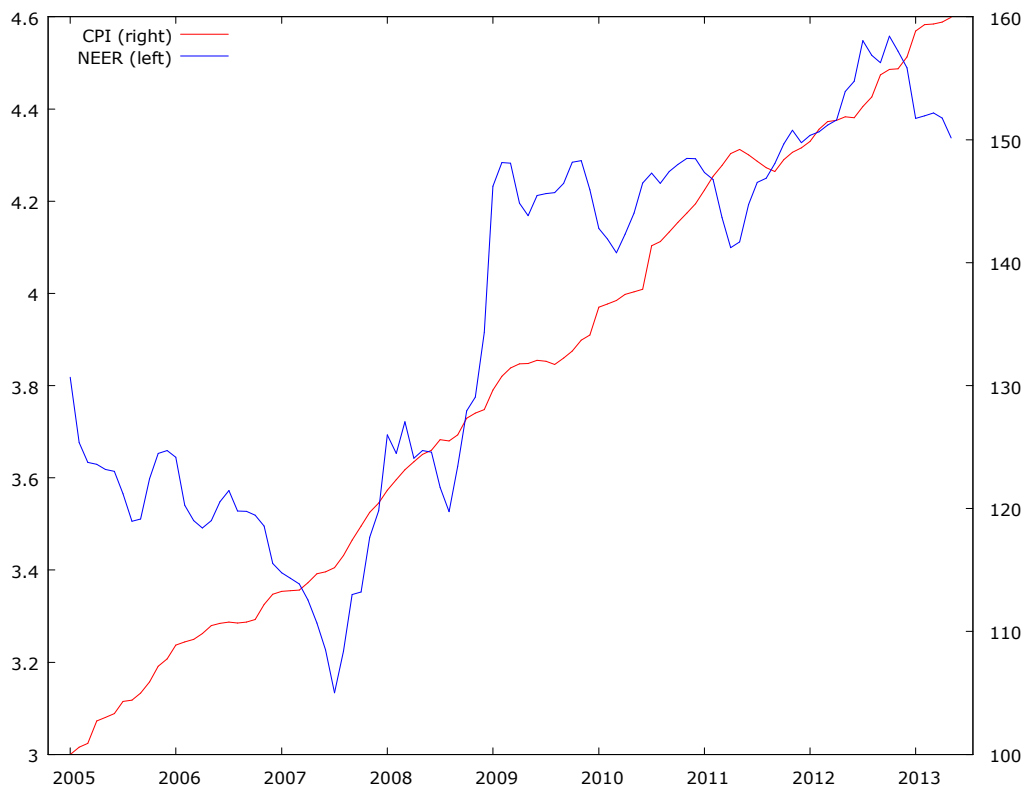


Figura 1. Evoluția cursului mediu lunar RON/EUR (NEER) și a indicelui prețurilor de consum (CPI) în perioada ianuarie 2005 – iunie 2013

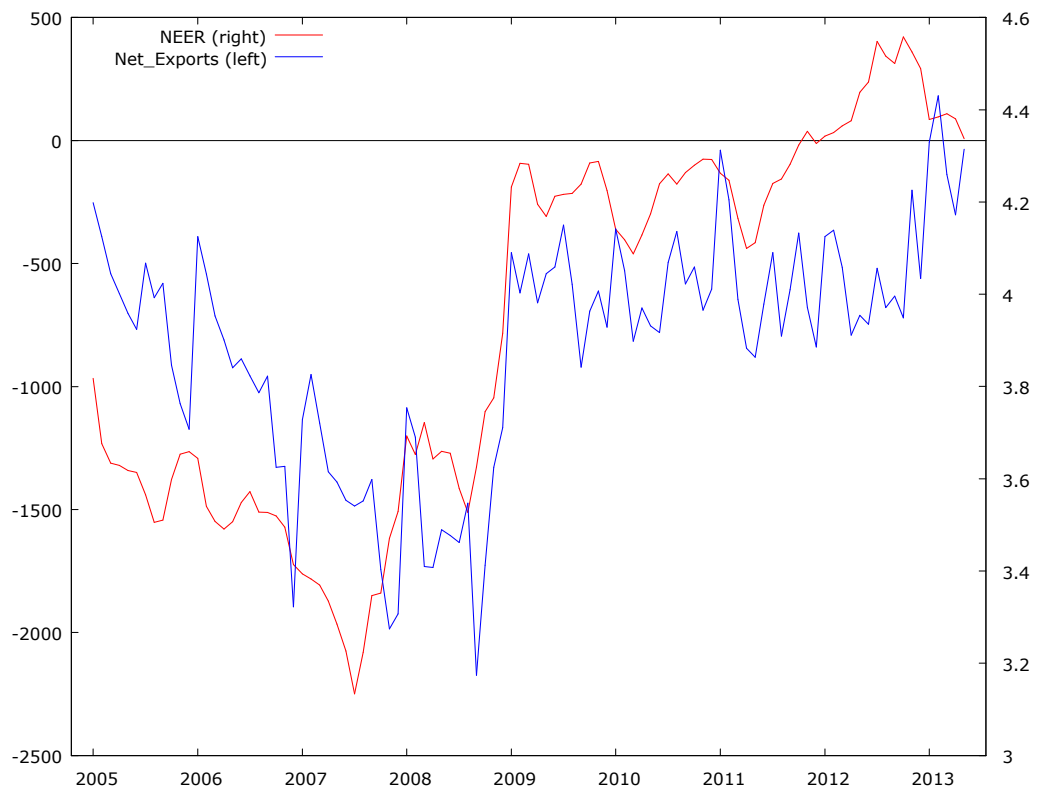


Figura 2. Evoluția cursului mediu lunar RON/EUR (NEER) și a exporturilor nete (Net_Exports) în perioada ianuarie 2005 – iunie 2013

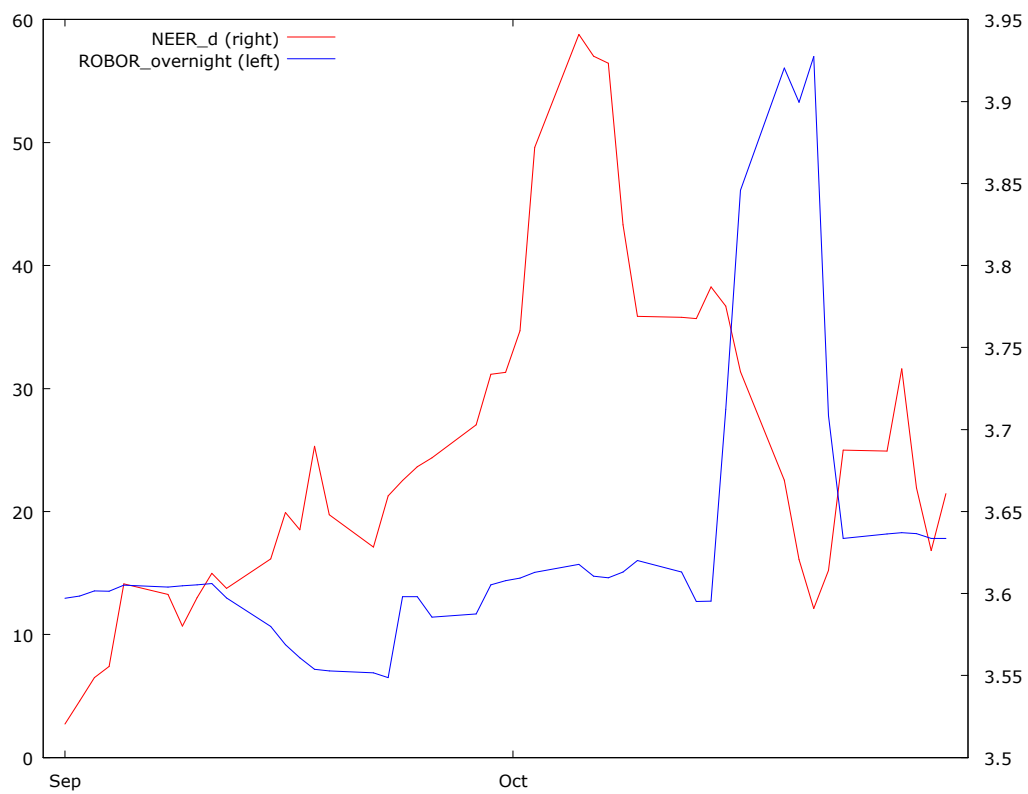


Figura 3. Evoluția cursului valutar zilnic RON/EUR (NEER_d) și a ratei dobânzii ROBOR overnight în perioada Septembrie – Octombrie 2008