

OBIECTIVELE POLITICII MONETARE ALE BĂNCILOR CENTRALE

¹R. Cuhal. ²V. Cuhal

¹Banca Națională a Moldovei, ²Academia de Studii Economice

1. INTRODUCERE

Practica economică anterioară a diferitor țări demonstrează faptul că prin statutul lor băncile centrale trebuie să urmărească multiplele obiective macroeconomice și uneori chiar microeconomice. Aceste obiective includ creșterea economică susținută, ocuparea deplină a forței de muncă, alocarea și utilizarea eficientă a resurselor, securitatea sistemului de plăți și o serie de alte elemente destinate să asigure „progresul economic”.

2. CONCORDANȚA DINTRE OBIECTIVELE POLITICII MONETARE

Până nu demult băncile centrale erau subordonate în mare parte autorității Guvernului și dețineau un nivel redus de autonomie administrativă și autonomie a deciziilor privind utilizarea instrumentelor politicii monetare. În perioadele mai recente multe țări au acordat independență băncilor centrale, decizie care a fost determinată de recunoașterea faptului că independența este un factor important pentru susținerea credibilității acestor instituții. Este necesar de recunoscut faptul că credibilitatea băncilor centrale servește drept precondiție pentru eficientizarea politicii monetare.

Experiența țărilor în tranziție și experiența țărilor industrializate care au trecut prin diferite crize a demonstrat faptul că, pentru a asigura succesul stabilizării în cadrul unui proces de tranziție, politica economică a unei țări trebuie să îndeplinească două cerințe esențiale, și anume:

- Să acorde prioritate obiectivului stabilizării și să subordoneze celelalte obiective acestuia;
- Să atribuie politicii monetare rolul consacrat în economiile de piață dezvoltate, precum și în unele țări în dezvoltare sau economii în tranziție, și anume asigurarea nivelului agregat al prețurilor.

În ceea ce privește prima condiție, dat fiind caracterul conflictual pe termen scurt al unora dintre obiectivele de politică economică, în special stabilitatea prețurilor și creșterea economică sau echilibrul exterior, decidenții trebuie să opteze clar

pentru unul din aceste obiective (încercând să le prejudicieze cât mai puțin pe celelalte), din perspectiva asigurării unei creșteri economice sănătoase și durabile pe termen lung.

În ceea ce privește cea de-a doua cerință, este cunoscut faptul că, în prezent, pentru majoritatea băncilor centrale, obiectivul principal al politicii monetare îl constituie stabilitatea prețurilor, deoarece, pe termen lung, politica monetară este capabilă să influențeze doar inflația. În orice caz, o permanentă rată înaltă a inflației nu conduce la o creștere economică susținută pe termen lung, deoarece nivelul creșterii economice pe termen lung este determinat de factorii economiei reale (schimbările demografice, tehnologia, educația și eficiența piețelor).

Asigurarea stabilității prețurilor reprezintă corolarul concepției analitice adecvate politicii monetare pentru realizarea controlului pe termen mediu și lung asupra inflației, în timp ce producția, ocuparea forței de muncă și efectele alocării resurselor nu sunt analizate ca fiind previzionate sau susținute. Astfel, după părerea unor economiști, nu se recomandă ca asigurarea creșterii economice sau reducerea șomajului să reprezinte obiectivele reale ale politicii monetare. Mai mult ca atât a fost pe larg acceptată ideea că dacă alte obiective macroeconomice în afară de stabilitatea prețurilor sunt stabilite ca fiind responsabilitatea de bază a băncii centrale, acest fapt va duce la îndepărtarea credibilității băncii centrale și reducerea capacității sale de a atinge obiectivul său primar. În acest context a devenit acceptată ideea de a reduce sau cel puțin de a minimiza rolul pe care băncile centrale trebuie să-l aibă în alte arii ale politicii macroeconomice.

Împreună cu extinderea independenței băncilor centrale s-a dezvoltat tendința de a limita numărul obiectivelor care trebuie atinse de către o bancă centrală autonomă. În realitate s-a dovedit că pentru a menține credibilitatea și a evita problema inconsistenței timpului care adesea afectează deciziile politicii Guvernului este necesar de a stabili în primul rând obiectivul final al politicii monetare promovate de către banca centrală.

Totuși, evoluția ultimelor cercetări în teoria monetară îmbinate cu experiența practică recentă a

mai multor bănci centrale¹ sugerează faptul că pentru a elibera responsabilitatea și a atinge și menține stabilizarea macroeconomică cu succes băncile centrale trebuie să țină cont de o multitudine de circumstanțe în cadrul cărora se dezvoltă politicile și instituțiile monetare. Aceste circumstanțe și evoluția rapidă a piețelor financiare în perioada recentă cer ca băncile centrale pe lângă urmărirea obiectivului primar să atragă atenția unor obiective adiționale prin elaborarea unui număr de principii de bază a politicii monetare a băncii centrale și să analizeze importanța lor pentru atingerea și menținerea stabilității macroeconomice.

3. ROLUL OBIECTIVELOR INTERMEDIARE ȘI OPERAȚIONALE ÎN ATINGEREA OBIECTIVELOR FINALE ALE POLITICII MONETARE

În pofida opiniilor contradictorii ale unor economiști cu privire la stabilirea obiectivelor finale ale politicii monetare, cert este faptul că o importanță primordială a acestei politici o reprezintă alegerea obiectivelor intermediare și operaționale, acestea precizând direcția și măsura în care mijloacele de acțiune disponibile ale băncii centrale, adică instrumentele politicii monetare, pot fi utilizate, și anunțând publicul asupra orientării politicii monetare.

Deoarece indicatorii desemnați obiective operaționale trebuie să îndeplinească condițiile privind controlabilitatea, iar cele intermediare privind previzibilitatea efectelor lor asupra obiectivelor finale, specificul economiei oricărei țări impune stabilirea acestor obiective în dependență de politica economică a statului și de corelarea și intensitatea legăturii lor cu obiectivele finale.

Obiectivele intermediare sunt caracterizate ca fiind obiective specifice politicii monetare. Prin obiective intermediare se definește un concept sau un agregat reprezentativ unui ansamblu de comportamente asupra căruia autoritatea monetară estimează că poate avea influență și asupra căruia „apasă” când dorește să atingă un obiectiv final, printr-o relație mai mult sau mai puțin stabilă.

În alegerea obiectivelor intermediare, băncile centrale se conduc de obicei după trei criterii de bază: obiectivul trebuie să fie comensurabil, adică evoluția sa să fie cunoscută într-o perioadă de timp,

să fie controlabil de către banca centrală și să aibă un efect previzionar asupra obiectivului final.

Obiectivele intermediare ale politicii monetare sunt de trei tipuri:

- obiective cantitative (agregate monetare sau de credit);
- rata dobânzii;
- rata (cursul) de schimb.

Alegerea unui anumit tip de obiectiv depinde de importanța relativă a diferitor factori care determină atitudinea băncii centrale. Astfel, atât obiectivele intermediare cât și cele operaționale depind de tactica și strategia băncii centrale și vice-versa. Principalele tactici ale băncii centrale sânt orientate spre țintirea agregatelor monetare sau spre țintirea ratelor dobânzii.

3.1. Țintirea agregatelor monetare ca obiectiv intermediar al politicii monetare

În acest caz obiectivul intermediar aici este cantitativ. Deoarece cantitatea de bani joacă un rol important, independent de costul creditelor, și exercită o influență semnificativă asupra economiei, banca centrală își stabilește ca obiectiv intermediar de a controla unul sau mai multe agregate monetare.

În cazul țintirii agregatelor monetare apar două momente destul de importante și anume:

- alegerea agregatului țintit;
- modalitatea controlului acestui agregat.

Dacă banca centrală își pune ca scop controlul unui agregat monetar, ca exemplu $M1^2$, atunci acest fapt poate determina instituțiile financiare de a orienta agenții economici spre substituirea acestui agregat. Deci, în cazul unei cereri de bani destul de mare din partea agenților economici, oferta monetară este controlată de către banca centrală în sensul restrângerii ei (adică banca centrală consideră că majorarea ofertei monetare destinată îndeplinirii cererii de bani din partea economiei, poate afecta trendul pe termen mediu și lung al dezvoltării ei și aceasta posibil va conduce la majorarea prețurilor), instituțiile financiare vor acorda credite în valută agenților economici și prin aceasta vor substitui acordarea de credite în monedă națională. Astfel, agregatul monetar fiind strict controlat, agenții economici în orice moment pot transforma activele lor lichide în alte modalități de plată. Astfel controlul unui agregat strict definit poate fi ineficient. În acest caz majoritatea băncilor centrale aleg controlul mai multor agregate monetare.

¹ Clarida, R., Gali, J., Gertler, M., Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence, European Economic Review nr. 42, 1998, pp. 1033...1067.

² Agregatul monetar $M1$ în accepția tradițională reprezintă numerarul și depunerile la vedere în monedă națională.

De asemenea procesul alegerii agregatelor monetare depinde de posibilitatea și de modalitățile de control din partea băncilor centrale, adică de alegerea obiectivului operațional. În acest sens există două metode generale de a controla direct obiectivele intermediare prin controlul bazei monetare și prin controlul volumului creditării economiei.

3.2. Controlul ratelor dobânzii (țintirea ratelor)

Atât întreprinderile cât și persoanele fizice tind să se asigure cu numerar înainte de perioadele când doresc să cheltuiască sume considerabile, adică în timpul zilelor libere și vacanțelor, determinând o majorare a cererii pentru numerar. După aceste perioade cererea pentru numerar are tendințe descrescătoare. Astfel, încercările de a controla zilnic, săptămânal sau lunar oferta de bani de rezervă duc la scăderi bruște ale ratelor dobânzii pe termen scurt ca răspuns la modificările cererii de monedă. Alternativa pentru băncile centrale este de a fixa ratele dobânzii și de a permite ca oferta de bani de rezervă să se modifice în funcție de cerere.

Deoarece majoritatea băncilor centrale privesc incertitudinea cauzată de volatilitatea ratelor dobânzii ca fiind mai dăunătoare pentru economie decât volatilitatea în cantitatea banilor de rezervă, ele vor ținti ratele dobânzilor pe termen scurt.

Chiar atunci când băncile centrale mențin ratele dobânzii constante pe termen scurt și permit bazei monetare să varieze, modificările în creșterea banilor de rezervă pot afecta mai târziu politica monetară.

Băncile centrale, de obicei, controlează nivelul ratelor dobânzii pe termen scurt prin țintirea rezervelor excesive ale băncilor comerciale. Deci, în scopul prevenirii fluctuațiilor pieței în ceea ce privește ratele dobânzii pe termen scurt, băncile centrale de obicei acordă numerar în funcție de cererea existentă la ratele dobânzii curente. Deoarece rezervele bancare sânt neremunerate, cererea sistemului bancar pentru rezerve crește când ratele dobânzii scad și vice-versa, scade atunci când ratele dobânzii cresc. Astfel, prin modificarea ratelor dobânzii banca centrală poate afecta cererea pentru rezervele excesive. În mod alternativ, prin modificarea volumului operațiilor de piață deschisă, banca centrală poate afecta ratele dobânzii pe piața monetară.

Dacă cererea băncilor pentru rezervele excesive este constantă (la ratele dobânzii curente) și banca centrală tinde să mențină ratele dobânzii neschimbate, ea trebuie să efectueze operații pentru

a menține neschimbate rezervele excesive ale băncilor. Dacă nu, atunci o creștere în oferta de bani și/sau o reducere în cererea pentru numerar sau rezervele obligatorii va determina o creștere a rezervelor excesive și o scădere a ratelor dobânzii. Vice-versa, o reducere în oferta de bani sau o majorare a cererii pentru numerar sau rezervele obligatorii va duce la diminuarea rezervelor libere sau majorarea ratelor dobânzii.

Dacă banca centrală (sau guvernul) adoptă țintirea ratelor dobânzii, atunci ea va avea drept obiectiv:

- Nivelul ratei reale a dobânzii calculată ca diferența dintre rata nominală a băncii centrale și rata anticipată a inflației, menținută la valoare pozitivă pentru a încuraja economiile și descuraja investițiile neprofitabile. Această metodă este utilizată în țările în tranziție la începutul procesului de reformă și în țările în curs de dezvoltare;
- Stabilirea parității ratelor dobânzii corelate cu ratele oficiale de schimb a valurilor țărilor parteneri comerciali în vederea atragerii sau restricționării unor fluxuri de valută în țară (capitaluri speculative, investiții, plasamente etc.). Această abordare se întâlnește în țările în care activează regimul consiliului valutar.
- Controlul modificării ratelor dobânzii ca urmare a devierii de la ținta stabilită a evoluției unui indicator economic particular. Anumite bănci centrale de ex. Bank of England și Bank of New Zealand utilizează țintirea inflației și modifică ratele dobânzilor dacă proiectarea inflației adesea bazată pe un șir de factori deviază de la această țintă. Alte bănci centrale cum ar fi fosta Bundesbank stabilesc o singură țintă intermediară pentru creșterea ofertei de bani, caz în care ratele dobânzii se modifică dacă creșterea actuală sau cea așteptată a ofertei de bani se abat de la țintă. Astfel de țintiri ale creșterii ofertei de bani spre deosebire de țintirea nivelului ratelor dobânzii parțial temperează șocurile adverse asupra economiei reale.

3.3. Controlul ratei de schimb

O cerință esențială privind obiectivul intermediar al politicii monetare se referă la faptul că, în calibrarea acestui obiectiv, trebuie să se facă distincție între factorii care generează inflația de fond și efecte temporare asupra inflației (inflație corectivă), iar politica monetară să se concentreze numai asupra primei categorii (gap-ul producției și așteptările inflaționiste).

Declanșarea cu fermitate și susținerea cu consecvență a restructurării economiei ar crea condițiile necesare ca politica monetară să fie eliberată de handicapurile contradicției interne, urmând să se concentreze asupra realizării singurului obiectiv sustenabil pe termen lung, din

punct de vedere al autorității monetare: stabilitatea pe plan intern și extern a monedei naționale. În esență, asigurarea acestei stabilități presupune concentrarea permanentă a băncii centrale asupra controlului ferm al inflației.

Evidența empirică impune, însă, rata de

Tabelul 1. Obiectivele operaționale și intermediare ale politicii monetare ale băncilor centrale

Țara	Obiectivul intermediar	Obiectivul operațional	Instrumente utilizate
Armenia	Agregatul monetar M3	Țintirea agregatelor monetare	Licitații de credite și depozite, REPO directe și inverse
Azerbaijan	Agregatul monetar M3	Țintirea agregatelor monetare	Vânzări de valută, licitații de credite, credite directe
Bosnia-Herzegovina	Ratele dobânzilor	Consiliul valutar	Rezervele obligatorii, restricții privind lichiditatea băncilor comerciale
Bulgaria	Ratele dobânzilor	Consiliul valutar	Rezerve obligatorii, OPD
Croația	Ratele dobânzilor	Țintirea ratei de schimb	Licitații cu hârtii de valoare ale Băncii Centrale, OPD
Estonia	Ratele dobânzilor	Consiliul valutar	Facilități de depozit, OPD
Georgia	Agregatele monetare	Țintirea expansiunii creditelor	Credite Guvernului, vânzări de valută, licitații de credite
Kazakhstan	Agregatul monetar M3	Țintirea bazei monetare	OPD, vânzări de valută
Kyrgyzia	Agregatul monetar M3	Țintirea agregatelor monetare	Licitații valutare, operațiuni cu HVS
Lithuania	Ratele dobânzilor	Consiliu valutar	Rezerve obligatorii
Moldova	Agregatul monetar M2	Țintirea bazei monetare	Rezerve obligatorii, REPO, OPD
Polonia	Ratele dobânzilor	Țintirea ratei de schimb, expansiunii de credit și agregatelor monetare	Operațiuni de refinanțare, OPD, rezervele obligatorii
România	Agregatele monetare	Țintirea creșterii masei monetare	Licitații de creditare
Rusia	Agregatele monetare	Țintirea ratei de schimb	Licitații de credite și depozite, operațiuni pe piața de capital
Slovacia	Agregatele monetare	Țintirea ratei de schimb	Operațiuni de refinanțare, rezerve obligatorii pe valute
Slovenia	Agregatul monetar M3	Țintirea bazei monetare	Operațiuni valutare, de refinanțare, operațiuni cu hârtii de valoare ale Băncii Centrale, lombard
Tajikistan	Agregatul monetar M3	Țintirea volumului creditelor bancare	Nu există instrumente bazate pe economia de piață
Turkmenistan	Ratele dobânzilor	Țintirea lichidității	Licitații de credite
Ucraina	Agregatele monetare	Țintirea ratei de schimb	Licitații de credite, operațiuni de refinanțare, vânzări de valută
Ungaria	Ratele dobânzilor	Țintirea ratei de schimb	OPD, operațiuni de refinanțare
Uzbekistan	Ratele dobânzilor	Țintirea agregatelor monetare	Licitații de credite

Sursa: Charles A.E. Goodhart, Jose Vinals, Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples of Europe and Antipodes, International Monetary Fund, Washington D.C., 2000.

schimb ca ancoră preferabilă, datorită semnalului clar pe care un curs stabil îl dă publicului, temperând așteptările inflaționiste, cererea de monedă fiind considerată prea instabilă pentru ca politica monetară să se conducă în funcție de acest comportament. În plus, se apreciază că regulile monetare au un caracter prea tehnic pentru publicul larg.

Cea mai frecventă variantă de utilizare a cursului de schimb drept ancoră nominală a unui program de stabilizare este regimul crawling peg³, care oferă flexibilitate mai mare ratei de schimb. Sistemul crawling peg se caracterizează prin devalorizarea periodică a ratei nominale de schimb cu o rată inferioară diferențialului de inflație dintre țara care adoptă acest regim și principalii săi parteneri comerciali. Acest instrument își pierde caracterul de ancoră puternică pentru nivelul prețului, dar păstrează rolul de ancoră pentru așteptările inflaționiste.

Experiența practică a băncilor centrale din diferite țări privind implementarea politicii monetare demonstrează faptul că țintirea obiectivelor operaționale și intermediare ale politicii monetare este strâns corelată cu obiectivele finale urmărite de către banca centrală și depinde de gradul de influență pe care acestea îl exercită asupra obiectivelor finale. Din aceste considerente obiectivele operaționale țintite de către băncile centrale ale unor țări pot apărea ca obiective intermediare în alte țări și vice-versa. Multitudinea și diversitatea obiectivelor intermediare și operaționale ale politicii monetare în diferite țări este prezentată în tabelul 1. De asemenea în tabelul sus-menționat sunt elucidate principalele instrumente ale politicii monetare și valutare utilizate de către băncile centrale în vederea atingerii obiectivelor lor operaționale și intermediare.

4. DIVERSITATEA OBIECTIVELOR FINALE ALE POLITICII MONETARE

După cum am menționat mai sus, obiectivul principal al activității băncii centrale este crearea certitudinii pe piețele monetară, valutară și de credit în scopul atingerii stabilității monedei naționale și anume a stabilității interne, exprimată în mod general prin rata inflației și evaluată prin indicele

prețurilor de consum și stabilității externe, exprimate și evaluate prin rata de schimb în raport cu valutele străine majore.

Tabelul 2. Obiectivele finale a politicii monetare ale Băncilor Centrale

Țara	Obiectivul final
Anglia	Stabilitatea prețurilor, creșterea economică și balanța de plăți
Arabia Saudită	Inflația și balanța de plăți
Armenia	Stabilitatea monedei naționale
Australia	Stabilitatea prețurilor
Brazilia	Stabilitatea monedei naționale
Canada	Stabilitatea prețurilor
Chile	Stabilitatea prețurilor și creșterea economică
Elveția	Stabilitatea prețurilor și creșterea economică
Estonia	Stabilitatea monedei naționale
India	Rata de schimb și rata dobânzii
Indonezia	Rata dobânzii
Israel	Contul curent, anticipările inflaționiste și deficitul bugetar
Japonia	Stabilitatea prețurilor și echilibrul balanței de plăți
Kazahstan	Stabilitatea prețurilor
Mexic	Stabilitatea prețurilor și creșterea economică
Moldova	Stabilitatea monedei naționale
Mongolia	Stabilitatea monedei naționale
România	Stabilitatea prețurilor
Tajikistan	Stabilitatea monedei naționale
Ucraina	Stabilitatea prețurilor
Uniunea Europeană	Stabilitatea prețurilor
Uruguay	Rata de schimb și balanța de plăți
Uzbekistan	Stabilitatea prețurilor

Sursa: Tabelul este elaborat de către autori în baza Working Papers, International Monetary Fund, Washington D.C., 1997-2002.

Numeroși factori au contribuit la atingerea în țările industrializate și cu economie în tranziție a unui nivel de 2-3 % a ratei inflației de la începutul anilor 90. Unii dintre acești factori țin de încetinirea activității economiei mondiale, dar nivelul scăzut al inflației de asemenea reflectă înțelegerea generală atât din partea politicianilor cât și din partea publicului larg a costurilor economice și distorsiunilor cauzate de scăderea inflației. Această înțelegere a condus la un efort deosebit în atingerea consolidării fiscale și în sens larg la angajamentul

³Operație oficială de reducere succesivă, de mică amploare și la intervale de timp relativ scurte a valorii paritare a unei monede, în funcție de scăderea puterii de cumpărare a acelei monede.

Băncii Centrale de a implementa politici monetare antiinflaționiste împreună cu adoptarea susmenționată a stabilității prețurilor ca obiectivul cel mai important al autorităților monetare

Datele prezentate în tabelul următor confirmă faptul că în majoritatea țărilor atât cele dezvoltate, cât și cele cu economie în tranziție stabilitatea prețurilor și stabilitatea monedei naționale reprezintă obiectivele majore ale politicii monetare promovate de către banca centrală.

În temeiul Legii nr.548-XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei (cu modificări și completări), obiectivul principal al activității Băncii Naționale este de a realiza și a menține stabilitatea monedei naționale. Pentru atingerea acestui obiectiv Banca Națională stabilește și menține condițiile pieței monetare, de credit și valutare care conduc la dezvoltarea economică susținută, stabilă a statului și, în special, a sistemului financiar și valutar bazat pe legile pieței.

Deoarece masa monetară a reprezentat variabila în cea mai strânsă corelație cu inflația, exprimată prin indicii de prețuri de consum, obiectivul intermediar al politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei a fost desemnat agregatul monetar M3⁴. De asemenea un alt factor care a contribuit la stabilirea obiectivelor operaționale și intermediare ale politicii monetare a decurs din programul monetar de stabilizare de tip ortodox semnat între Guvern și Fondul Monetar Internațional la sfârșitul anului 1993, după introducerea monedei naționale, și aplicat în Republica Moldova, în care ancorele nominale ale politicii monetare au fost desemnați indicatorii monetari cantitativi, acestea având rolul de a sparge inerția inflației care după liberalizarea prețurilor din 1991-1992 a constituit factorul principal al majorării prețurilor. Astfel începând cu anul 1994, obiectivul operațional și cel intermediar ale politicii monetare și valutare a Băncii Naționale a Moldovei a servit baza monetară și masa monetară (M3).

În perioada ulterioară introducerii monedei naționale, 1994 – 1998, printr-o politică monetară și valutară restrictivă, Banca Națională a Moldovei a controlat cu succes nivelul inflației. Iar, după criza valutară regională din 1998, BNM a îndreptat eforturile sale spre atenuarea consecințelor crizei și crearea premiselor relansării economice în Republica Moldova. În acest sens, diminuarea așteptărilor inflaționiste, deprecierea rezonabilă a monedei naționale și majorarea semnificativă a

fluxurilor de valută din partea cetățenilor de peste hotare au condus începând cu anul 2000 la înregistrarea unei creșteri economice pe fondalul unei inflații nesemnificative.

Începând cu anul 2004 Banca Națională a Moldovei a recunoscut dar nu public, că în condițiile unor fluxuri de valută străină ca în anii 2002-2003 ea nu poate controla agregatul monetar M3 și a trecut la țintirea agregatului monetar M2⁵. Viitorul va arăta dacă stabilirea acestui obiectiv va exercita influențe pozitive sau negative asupra realizării obiectivului final al Băncii Naționale a Moldovei – stabilitatea monedei naționale și va contribui la atingerea celorlalte obiective macroeconomice ale statului.

Bibliografie

1. **Bernanke, B.S., Mihov, I.**, What does the Bundesbank target?, *European Economic Review* nr. 41, 1997, pp. 1025...1054.
2. **Charles A.E. Goodhart, Jose Vinals**, Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples of Europe and Antipodes, *International Monetary Fund*, Washington D.C., 2000.
3. **Clarida, R., Gali, J., Gertler, M.**, Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence, *European Economic Review* nr. 42, 1998, pp. 1033...1067.
4. **Clarida, R., Gali, J., Gertler, M.**, Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Theory and Evidence, *Quarterly Journal of Economics* nr. 115, 2000, pp. 147...180.
5. **Clarida, R., Gali, J., Gertler, M.**, Optimal Monetary Policy in Open Versus Closed Economies: An Integrated Approach., paper presented at the American Economic Association Meetings, January 2001, New Orleans
6. **Friedman, B.J.**, The Inefficiency of Short Run Monetary Targets for Monetary Policy, *Brookings Papers on Economic Activity* nr. 2, 1997, pp. 293...318.
7. **Laidler, D.E.**, The Demand for Money: Theories, Evidence, and Problems, New York: Harper Colins College Publishers, 4ième édition, New York 1993.
8. **Mario, I., Blejer, N.**, Central Banks and price stability: Is a single objective enough?, *Journal of Applied Economics*, Volume I, nr.1, November 1998, pp. 105...122
9. **Wallace, N.**, A Legal Restrictions Theory of the Demand for Money and the Role of Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* nr. 7, Winter, 1 – 7, 1983.

Recomandat spre publicare: 16.09.04

⁴Agregatul monetar M3 reprezintă agregatul monetar M2 plus depunerile bancare la vedere și la termen în valută străină.

⁵Agregatul monetar M2 reprezintă agregatul monetar M1 plus depunerile bancare la termen și economiile depuse la băncile comerciale în monedă națională.