



Banca Națională a României



Moneda și analiza monetară – aspecte conceptuale și empirice

Dorina Antohi, director
Ioana Udrea, șef serviciu
Direcția Politică Monetară

Colocviile de politică monetară – ediția a IV-a

“Elemente ale cadrului de analiză și prognoză al politicii monetare”

București, 7 iunie 2011

I. Moneda din perspectiva teoriei economice și a practicii băncilor centrale

Cadrul actual de analiză și prognoză al politicii monetare

- Școala de gândire macroeconomică neo keynesiană (*New Keynesian economics*) - nucleul teoretic al cadrului de analiză și prognoză macroeconomică utilizat în prezent de majoritatea băncilor centrale;
- Această paradigmă explică fluctuațiile economice pe termen scurt și mediu, precum și implicațiile acestora asupra rolului politicii monetare și fiscale;
- Elemente importante ale acestei școli: (i) așteptările raționale, (ii) rigiditățile nominale (prețuri, salarii); (iii) dihotomia clasică pe termen lung; (iv) diferența între rata nominală și cea reală a dobânzii, diferența între dobânda pe termen scurt - lung;
- „Economia este un sistem de echilibru general dinamic care se abate pe termen scurt de la o alocare eficientă a resurselor datorită rigidității prețurilor și, posibil, unei varietăți de alte imperfecțiuni ale piețelor” - N. Gregory Mankiw.

Moneda – din perspectiva *New Keynesian paradigm*

- Pe termen lung, o creștere substanțială și susținută a stocului de monedă determină o creștere substanțială a nivelului general al prețurilor;
- Pe termen scurt și mediu, modificarea cantității de monedă este unul din multiplii factori ce afectează economia reală, respectiv cererea agregată și rata șomajului; inflația depinde în principal de presiunile cererii agregate (*demand-pull inflation*) și/sau de presiunile ofertei (*cost-push inflation*);
- Modelul de analiză și prognoză al acestei teorii nu include în mod explicit moneda;
- Politica monetară, având rol de stabilizare, se implementează prin stabilirea ratei nominale a dobânzii, presupunându-se implicit faptul că moneda devine endogenă.

Momente de referință ale istoriei teoriei monetare (I)

1. Teoria cantitativă a banilor: $M*V = P*Y$
 - Concluzia: mișcarea nivelului prețurilor este consecința exclusivă a schimbărilor în cantitatea de bani;
 - Critica adusă: viteza de rotație nu e constantă, nu ia în considerare efectul exercitată de rata dobânzii asupra cererii de bani.
2. Teoria preferinței pentru lichiditate – John Maynard Keynes: $M^d/P = f(i, Y)$
 - Concluzia: viteza de rotație a banilor - reflectând cererea de bani - nu este constantă ci fluctuează odată cu mișcarea ratei dobânzii; se infirmă teza conform căreia venitul nominal este determinat prioritar de schimbările cantității de monedă;

Momente de referință ale istoriei teoriei monetare (II)

3. Teoria cantitativă modernă a banilor - Milton Friedman – reafirmare a teoriei clasice

$$M^d/P = f (Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi_e - r_m)$$

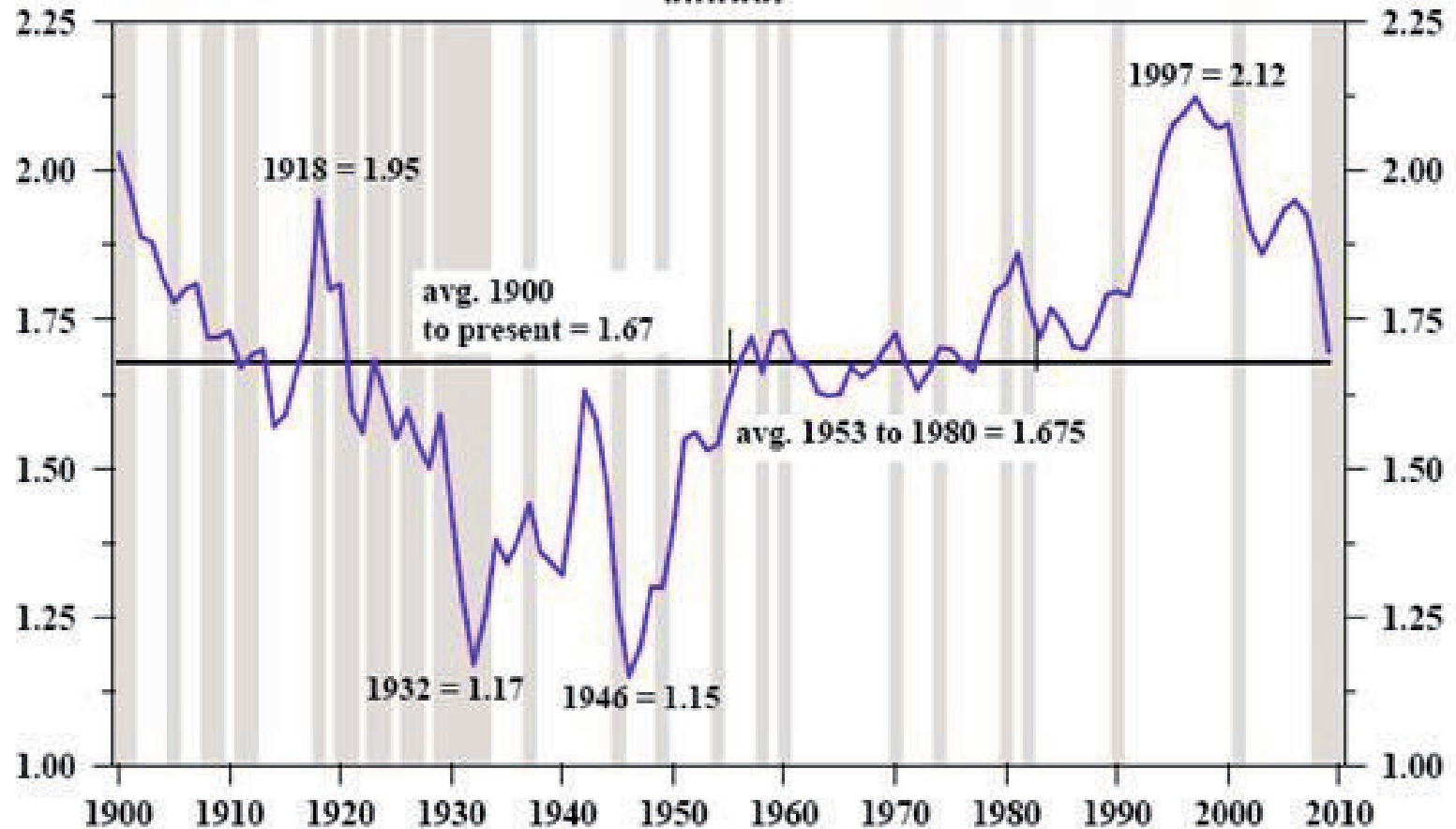
- Cererea de bani este o funcție de venitul permanent al publicului și randamentul așteptat a fi realizat din deținerea altor active relativ la randamentul așteptat a fi realizat din deținerea de monedă.
- Concluzia: (i) cererea de bani este stabilă, implicit viteza de rotație este predictibilă, iar masa monetară este principalul determinant al venitului nominal (se reafirmă astfel, teoria cantitativă a banilor); (ii) unicul determinant al inflației este rata de creștere a masei monetare („Inflația este oricând și oriunde un fenomen monetar”);
- Implicații: adoptarea de către politica monetară a regulii monetare fixe;
- Critici aduse: (i) cererea de bani este intrinsecă ofertei (neo-keynesieni); (ii) cererea de bani nu este predictibilă (economisti conservatori); (iii) relația dintre inflație și masa monetară este slabă când inflația este scăzută (Joseph Stiglitz).

Evidențele empirice

- Viziunea clasică conform căreia viteza de rotație este stabilă a fost pusă sub semnul întrebării odată cu scăderea puternică pe care aceasta a consemnat-o în timpul Marii Depresiuni;
- Datele statistice consemnate în SUA după cel de-al II-lea război mondial până la începutul anilor 1970 au sprijinit însă în bună măsură ideea stabilității cererii de bani;
- După anul 1974, se relevă din nou instabilitatea cererii de bani (M1), având drept cauze: (i) modificări rapide în mecanismele și tehnicile de gestionare a numerarului datorate inflației înalte, rate nominale înalte ale dobânzii și progresul în tehnologia calculatoarelor, (ii) apariția de noi instrumente financiare (inovația financiară);
- M2, care s-a dovedit a fi mai stabilă în anii 1980, își încetinește dramatic creșterea la începutul anilor 1990, evoluție ce a pus iar la îndoială stabilitatea cererii de bani, implicit a vitezei de rotație a banilor; studii empirice ulterioare arată că în SUA cererea de bani este instabilă atât pe termen lung, cât și pe termen scurt.

Velocity of Money 1900-2009

Equation of Exchange: $GDP(\text{nominal}) = M * V$
annual



Sources: Federal Reserve Board; Bureau of Economic Analysis;
Bureau of the Census; Monetary Statistics of the United States. Through 2008.
2009; $V = GDP/M$, $GDP = 14.3$ tril, $M2 = 8.4$ tril, $V = 1.69$

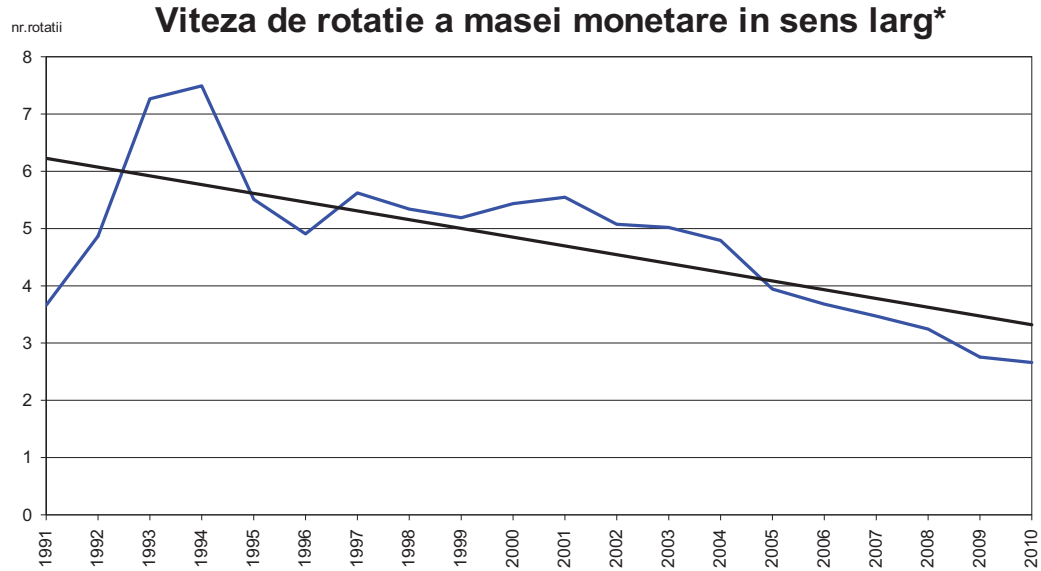
Implicații asupra evoluției strategiilor de politică monetară (I)

- Strategia de țintire a agregatelor monetare este adoptată pe scară largă în anii 1970 de: SUA, Canada, Marea Britanie, Elveția, Germania, Japonia;
- Începând cu anii 1980 țintirea agregatelor monetare este abandonată treptat formal/ informal, relația dintre cantitatea de monedă și PIB nominal devenind tot mai instabilă (inovații financiare, dereglementări financiare, creșterea complexității și sofisticării intermedierei financiare): „We didn't abandon monetary aggregates, they abandoned us”, Gerald Bouey, Guvernatorul Băncii Canadei, 1982;
- Se adoptă gradual sau imediat strategii de politică monetară având ca ancore nominale rata dobânzii/cursul de schimb și începând cu anii 1990 țintirea directă a inflației;

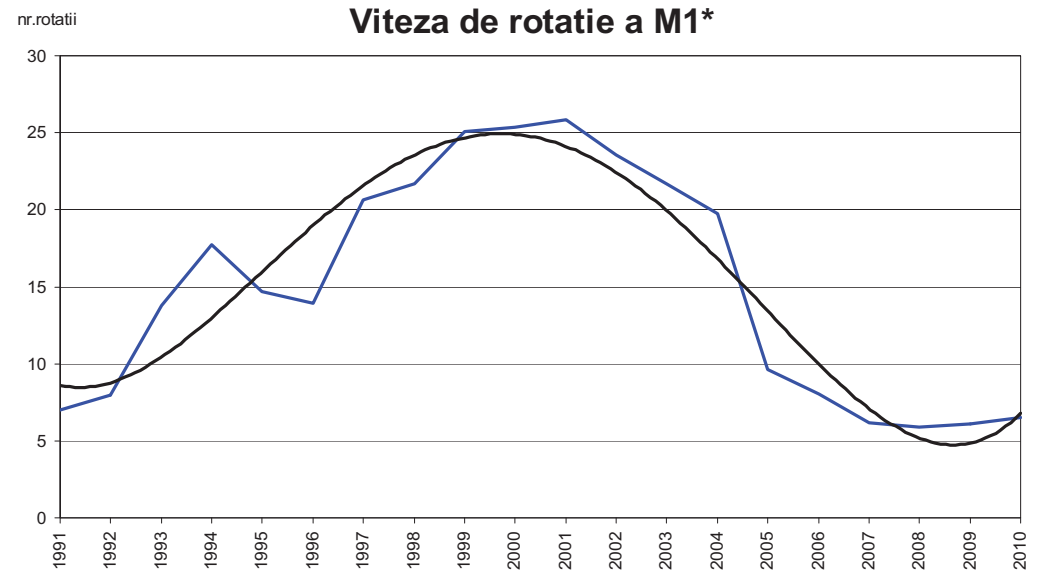
Implicații asupra evoluției strategiilor de politică monetară (II)

- Experiența României din ultimii 20 de ani este relativ similară, țintirea agregatelor monetare adoptată la începutul anilor 1990 fiind înlocuită în prima parte a anilor 2000 cu o strategie eclectică și ulterior cu țintirea directă a inflației;
- „Insuficienta eficacitate a *monetary targeting* s-a datorat în principal instabilității și impredictibilității cererii de bani (afectată de rapidele transformări structurale și instituționale, precum și de evoluția procesului de macrostabilizare în perioada de tranziție) - reflectând volatilitatea și impredictibilitatea atât a vitezei de rotație a banilor, cât și a multiplicatorului monetar - și implicit, dificultății prognozării acestor variabile monetare. O altă cauză a eficacității reduse a reprezentat-o întârzierea evidențierii clare și instabilitatea corelațiilor dintre agregatele monetare și rata inflației, pe de o parte, și activitatea economică, pe de altă parte... În defavoarea ancorei monetare a mai acționat dificultatea înțelegerii ei de către public și implicit incapacitatea ei de a ancora anticipațiile inflaționiste” (BNR, „Țintirea directă a inflației în România”, Caiete de studii nr. 25).

Viteza de rotație a banilor în România



* Masa monetara medie

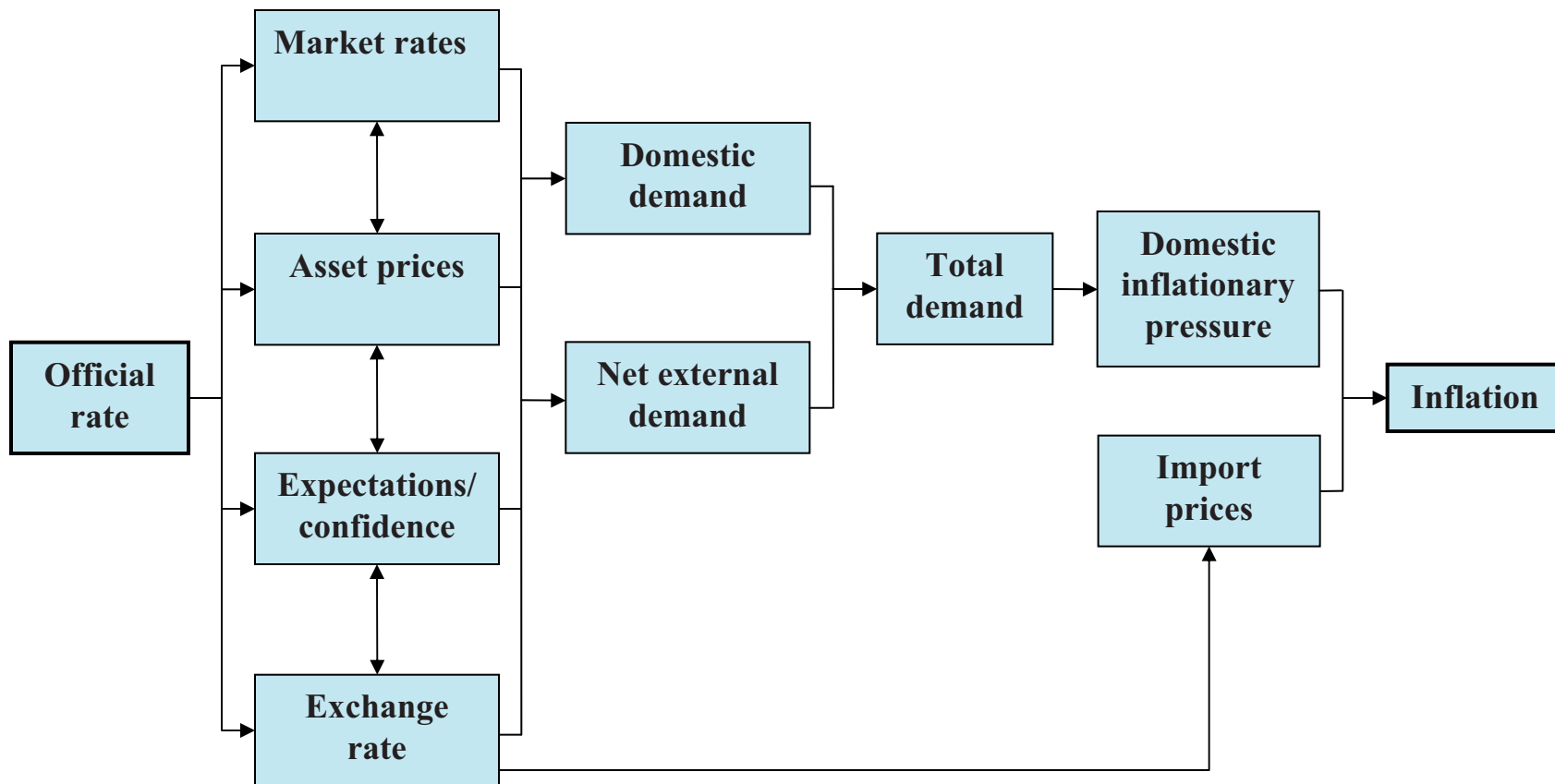


* M1 medie

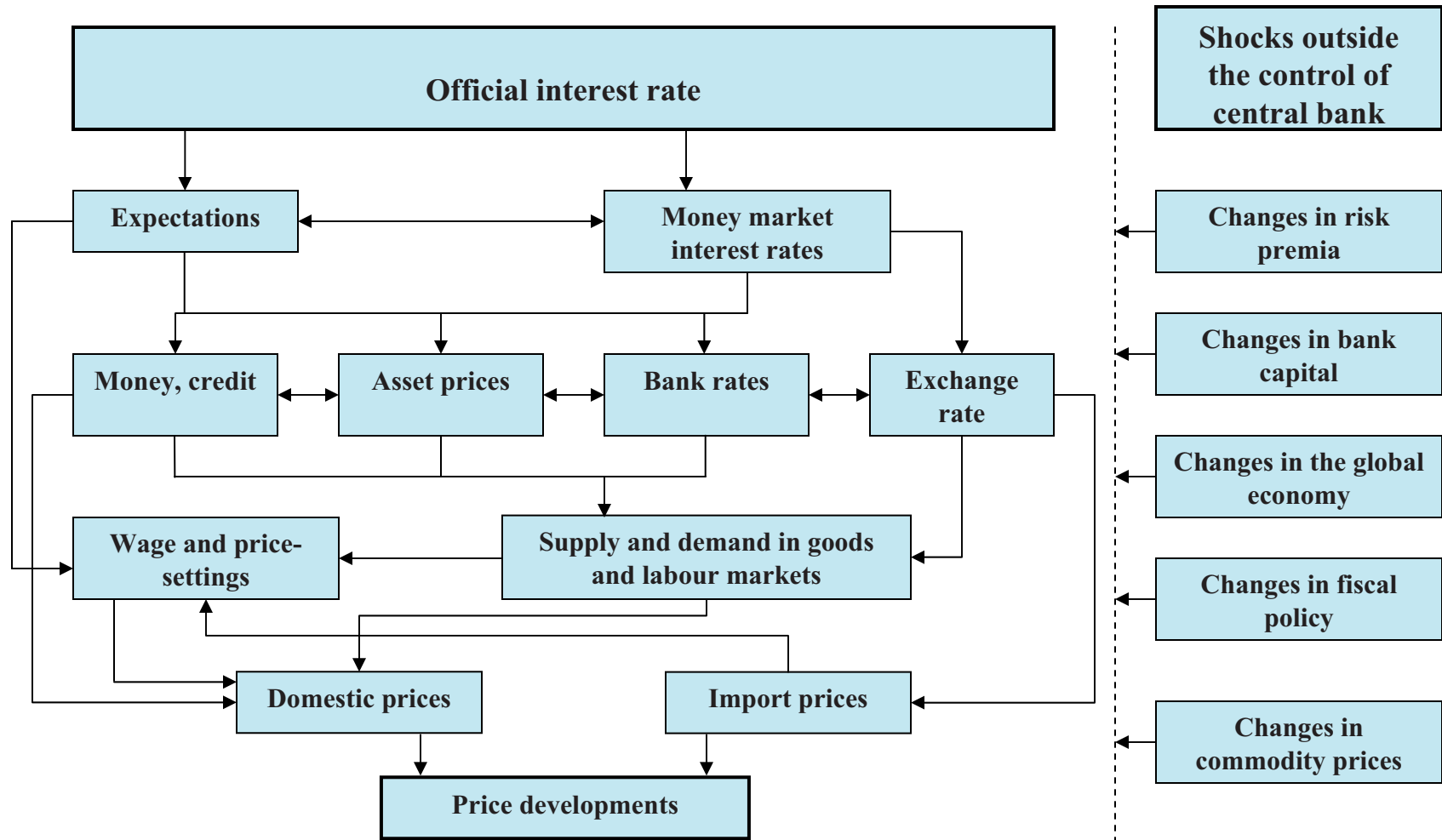
Mecanismul de transmisie a politicii monetare corespunzător modelului New Keynesian

- Mecanismul de transmisie a politicii monetare încapsulat de modelul neo keynesian este reprezentat în totalitate de rata dobânzii pe termen scurt (instrumentul politicii monetare), care afectează activitatea economică prin diferite canale;
- Banca centrală furnizează o ancoră nominală pentru inflație prin ținta sa de inflație pe termen mediu și lung și prin angajamentul său de a modifica rata dobânzii pe termen scurt în scopul atingerii acestei ținte;
- Modelul de analiză și prognoză utilizat este simplu, puternic stilizat, caracterizat prin coerență internă;
- În unele cazuri, modelul încorporează și o ecuație a cererii de bani - reflectând teoria cantitativă a banilor; oferta de bani nu mai este, însă, controlată direct de banca centrală, masa monetară depinzând de rata dobânzii, venitul național și nivelul prețurilor, care la rândul lor sunt determinate în cadrul modelului.

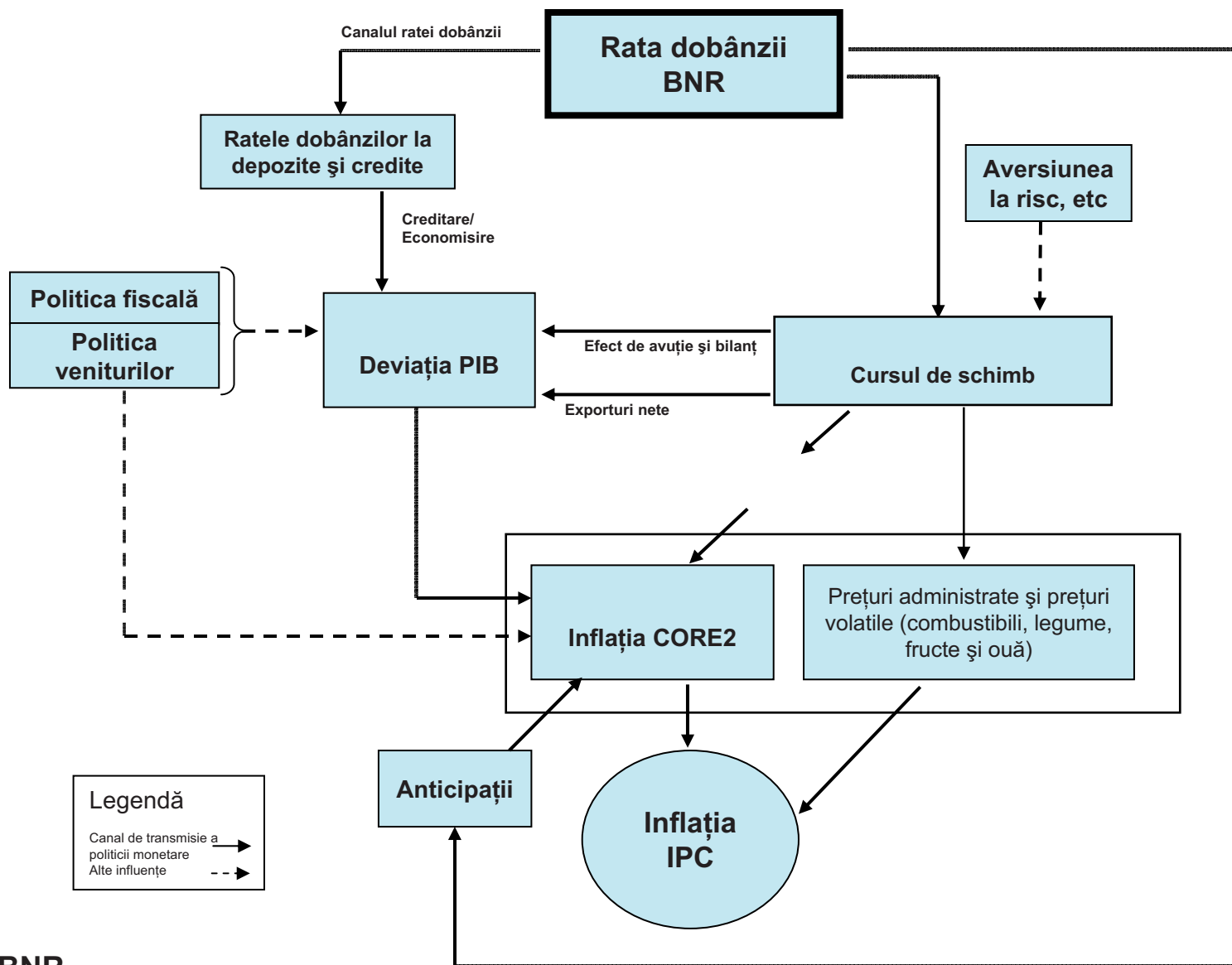
Mecanismul de transmisie a politicii monetare – Banca Angliei



Mecanismul de transmisie a politicii monetare - BCE



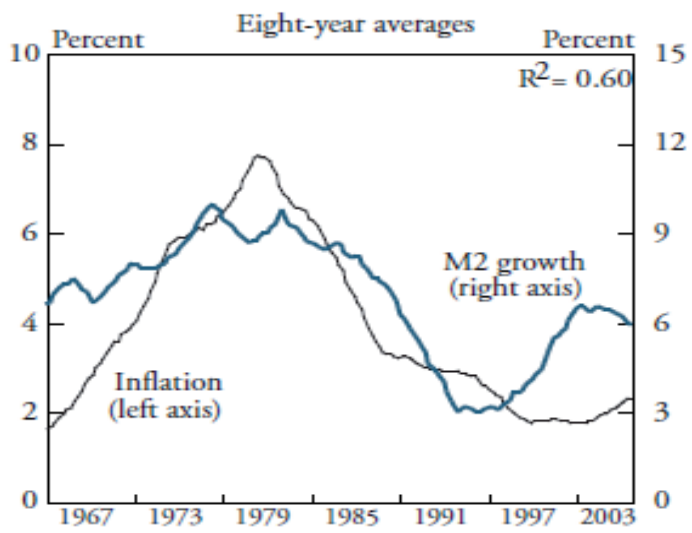
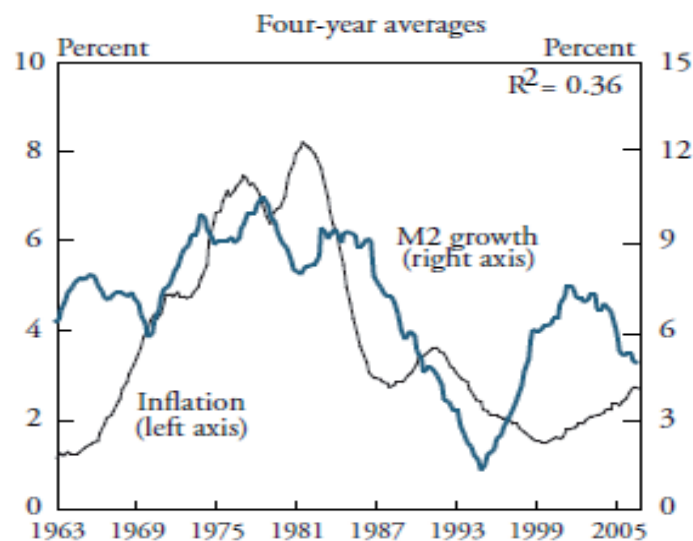
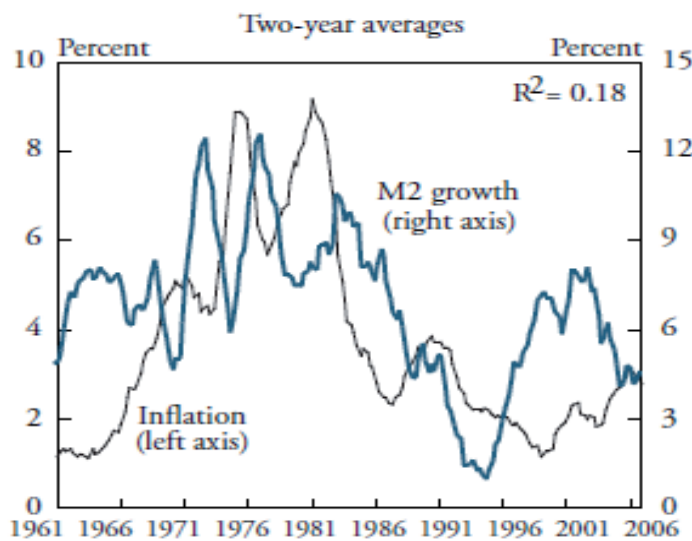
Mecanismul de transmisie a politicii monetare - BNR



Rolul atribuit monedei în actualul cadru de analiză și prognoză al politicii monetare

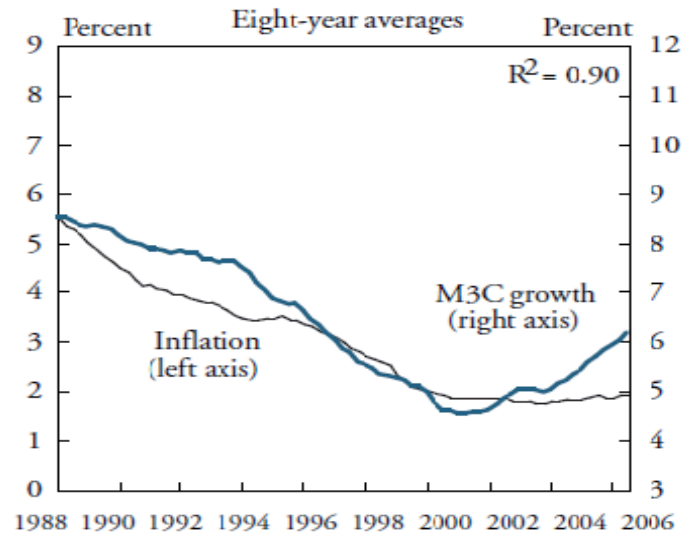
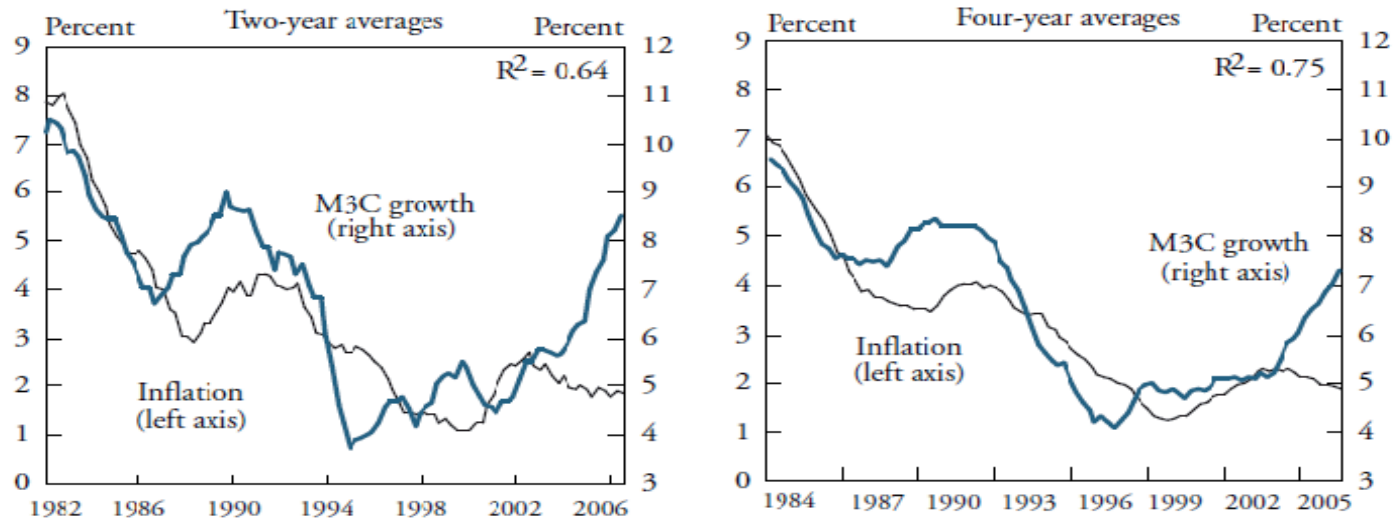
- Relația pe termen lung între monedă și prețuri – dovedită empiric de numeroase studii – este larg acceptată de către băncile centrale;
- Controverse mari continuă să existe însă în mediul academic și în cel al practicienilor în ceea ce privește utilitatea agregatelor monetare în înțelegerea, previzionarea și controlarea inflației, implicit relevanța acestora pentru conducerea politicii monetare: (i) FED: „Banii nu au nici un rol în conducerea politicii monetare în SUA” - Lawrence Meyer, ex-guvernator; (ii) BCE: „Banii nu trebuie ignorați niciodată – Otmar Issing, ex-membru al Consiliului Executiv al BCE;
- Pentru FED, agregatele monetare sunt o variabilă indicator precum nenumăratele alte variabile monitorizate pentru indiciile pe care le oferă privind perspectiva activității economice și a inflației;
- BCE atribuie un rol proeminent monedei și analizei monetare - reprezentând pilonul I al strategiei de politică monetară;
- Diferența de abordare poate fi atribuită: (i) istoriei instituționale diferite, (ii) evidențelor empirice, conform cărora, agregatele monetare au fost mai strâns asociate cu inflația în Europa decât în SUA, atât pe termen mediu cât și pe termen lung;
- Și alte bănci centrale din Europa atribuie un rol important monedei, însă consideră că “relația dintre agregatele monetare și PIB nominal este insuficient de stabilă și prin urmare, banii contează, dar nu într-o manieră atât de exactă încât să reprezinte o *călăuză* cantitativă de încredere pentru politica monetară pe termen scurt și mediu” (Banca Angliei).

Dinamica masei monetare și rata inflației în SUA



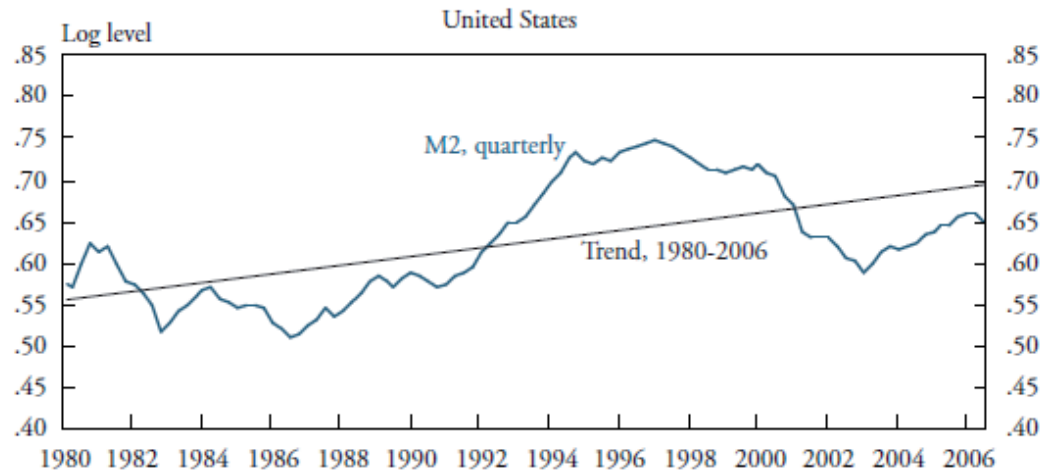
Note: Inflation is defined using the implicit GDP price deflator (chained).
 Source: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board of Governors

Dinamica masei monetare și rata inflației în zona euro

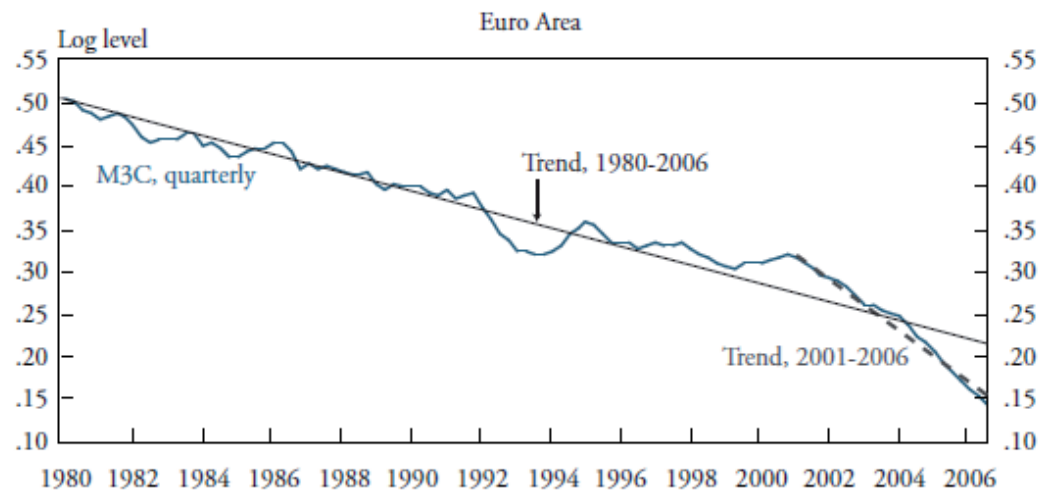


Note: Inflation is defined using the implicit GDP price deflator.
 Source: European Central Bank

Viteza de rotație a banilor



Source: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board of Governors, and author's calculations



Source: European Central Bank and author's calculations

Concepția și abordarea Băncii Centrale Europene (I)

- Rolul major deținut de monedă și analiza monetară în configurarea politicii monetare este susținut de: (i) evidențele empirice privind stabilitatea relației pe termen lung dintre monedă și prețuri în zona euro și calitățile de *leading indicator* ale monedei pentru evoluția viitoare a prețurilor, (ii) fundamente conceptuale potrivit cărora un regim de politică monetară care ignoră evoluțiile monetare este predispus la instabilitatea anticipativă (datorită potențialei inexistențe a unei ancore nominale) și de (iii) argumente empirice și conceptuale, conform cărora evoluțiile monetare conțin informații despre starea economiei – indiferent dacă moneda are sau nu un rol activ în mecanismul de transmisie (BCE, „*Enhancing monetary analysis*”, 2010);
- Analiza monetară este utilizată în primul rând pentru identificarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe orizonturi mai lungi de timp. Pe termen scurt, semnalele extrase de analiza monetară completează informațiile oferite de prognoza de inflație ce acoperă câteva trimestre; totodată, ea oferă informații privind percepția riscului pe piețele financiare, precum și semnale despre gradul de încredere și fragilitate ale sistemului financiar;
- Corelarea (verificarea încrucișată) analizei economice cu cea monetară are ca justificare existența multiplelor canale de transmisie monetară și dificultatea integrării acestora într-un singur cadru cantitativ de modelare, datorată multiplelor fațete ale fenomenului monetar, precum și faptului că proprietățile sale de semnalare sunt dependente de orizontul de timp;

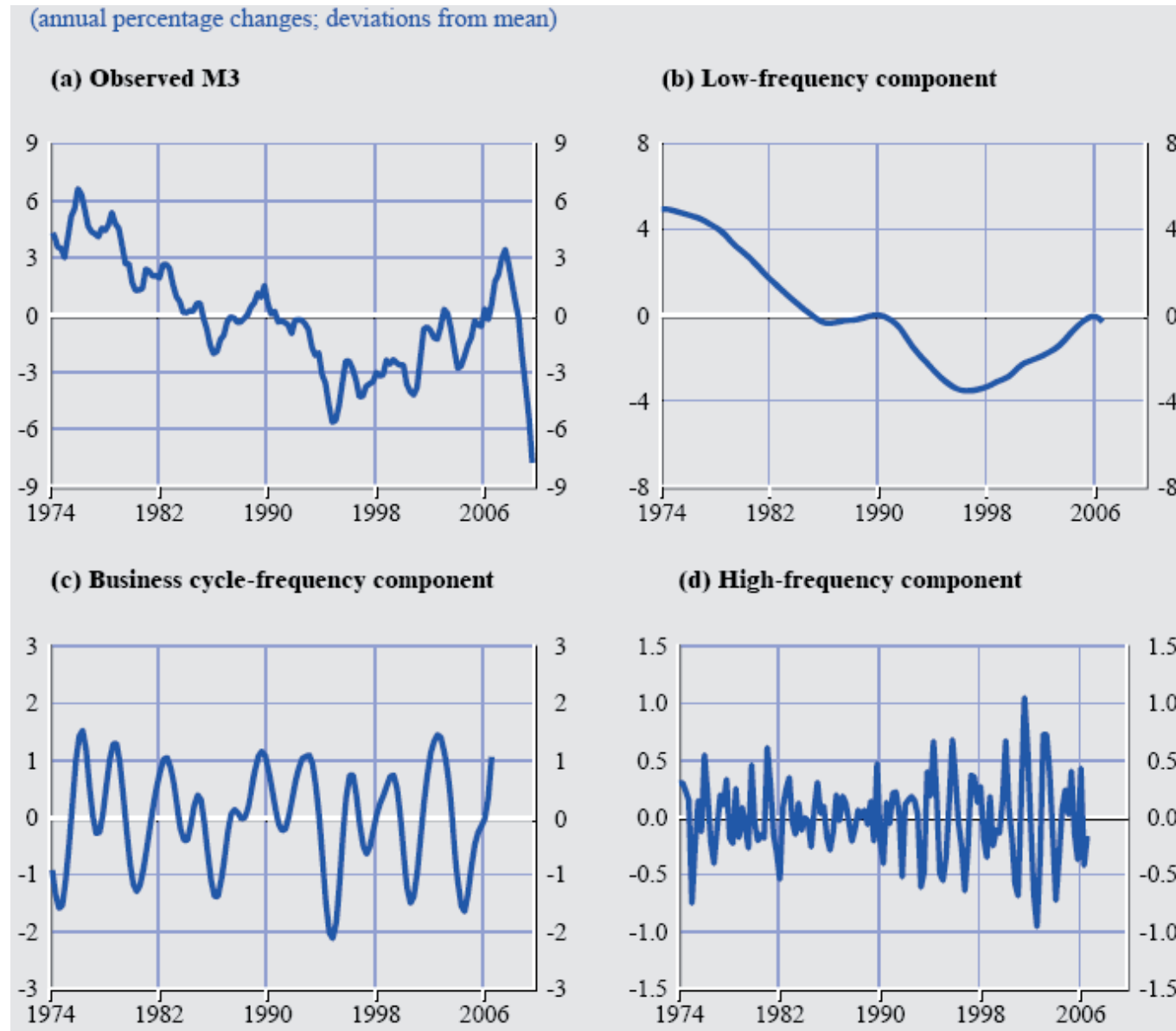
Concepția și abordarea Băncii Centrale Europene (II)

- Analiza monetară este o întreprindere complexă și provocatoare, în condițiile în care moneda nu e doar un „voal” (nu reflectă pasiv evoluțiile și șocurile din economia reală) și își schimbă rolul și tiparele interacțiunii sale cu restul economiei; prin urmare, metodele statistice, modelele econometrice și interpretările economice trebuie rafinate, sofisticate și actualizate continuu, inclusiv datorită volatilității evoluțiilor monetare pe termen scurt și permanentelor inovații financiare și schimbări structurale din sectorul financiar, dar și din alte sectoare; complexitatea analizei monetare decurge și din faptul că se utilizează pentru realizarea ei paradigme diferite - cauze monetare și non-monetare ale inflației -, interpretarea rezultatelor și extragerea informațiilor relevante (pe termen scurt și mediu, respectiv pe termen lung) fiind cu atât mai dificilă;
- Otmar Issing: „Extragerea relației stabile pe termen lung între M3 și nivelul prețurilor din evoluțiile pe termen scurt ale M3 este solicitantă, necesitând o bună cunoaștere a teoriei economice dar și cunoștințe detaliate despre mediul instituțional; o cerință permanentă a analizei monetare o constituie monitorizarea atentă a inovațiilor financiare, deoarece aceasta poate afecta relația fundamentală dintre monedă și prețuri”;

Concepția și abordarea Băncii Centrale Europene (III)

- Se continuă: (i) dezvoltarea instrumentelor pentru identificarea cu o mai mare precizie a evoluțiilor monetare persistente (cu frecvență scăzută), pe baza experienței istorice din ultimele secole, (ii) investigarea mecanismului prin care evoluțiile monetare și ale creditului pot influența în cele din urmă prețurile (adâncirea studierii deciziilor de portofoliu ale populației, firmelor, băncilor), (iii) separarea factorilor care determină oferta de cei care determină cererea de bani, (iv) studierea interacțiunii dintre variabilele monetare și factorii economici și financiari, atât pe orizontul tradițional mai lung, cât și a celor cu frecvență mai ridicată, cum ar fi de-a lungul unui ciclu de afaceri;
- Cercetările actuale urmăresc să modifice cadrul standard actual prin atribuirea unui rol important monedei și creditului (legarea macroeconomiei de tradiția teoretică cantitativă).

Descompunerea evoluției agregatului monetar M3 în funcție de frecvența componentelor sale - zona euro



Sursa: BCE (octombrie 2010), "Enhancing monetary analysis".

Rolul analizei monetare în formularea și implementarea politicii monetare a BNR

- Analiza monetară contribuie la evaluarea fenomenelor macroeconomice și financiare pe termene mai scurte ce pot genera riscuri inflaționiste pe termen mediu, utilizând indicatori monetari cu frecvență ridicată; instrumentele utilizate: analize instituționale detaliate, tehnici statistice și econometrice etc.
- Datele statistice, relativ limitate ca întindere și reduse ca relevanță continuă să restricționeze serios dezvoltarea analizei monetare și a instrumentelor acesteia menite să evidențieze în economia noastră corelația „clasică” existentă pe termen lung între creșterea masei monetare și evoluția prețurilor (BNR, „Evoluții monetare în economia românească: determinanți și implicații”, Caiete de studii nr. 21);
- Dată fiind necesitatea aprofundării cunoașterii economiei și a mecanismelor de funcționare a acesteia, inclusiv din perspectiva obiectivului de adoptare în viitor a monedei euro, BNR va continua să-și armonizeze practica și instrumentele de analiză monetară cu cele ale BCE și să asimileze treptat experiența extrem de vastă acumulată în acest domeniu de autoritatea monetară a zonei euro.

Oferta de monedă (I)

- Moneda constituie un bun general acceptat ca plată în schimbul unor bunuri și servicii și pentru achitarea datoriilor într-o anumită țară sau într-un anumit context socio-economic;
- Funcțiile principale ale banilor: mijloc de plată, etalon al valorii, mijloc de economisire;
- Într-o economie modernă există două categorii de monedă, care se deosebesc, în principal prin: (i) încrederea de care se bucură entitatea care o emite, (ii) acceptabilitatea ei; (iii) securitatea plăților în respectiva monedă; (iv) eficacitatea influenței exercitate de politica monetară asupra deținerilor de monedă. Acestea sunt:
 - a) Moneda centrală („outside money”), creată de banca centrală: numerar în afara băncii centrale și disponibilitățile în conturile curente deschise de bănci la banca centrală (baza monetară); este controlată de banca centrală;
 - b) Moneda creată de băncile comerciale („inside money”), în principal prin acordarea de credite, ce conduce la expansiunea depozitelor din sistemul bancar.

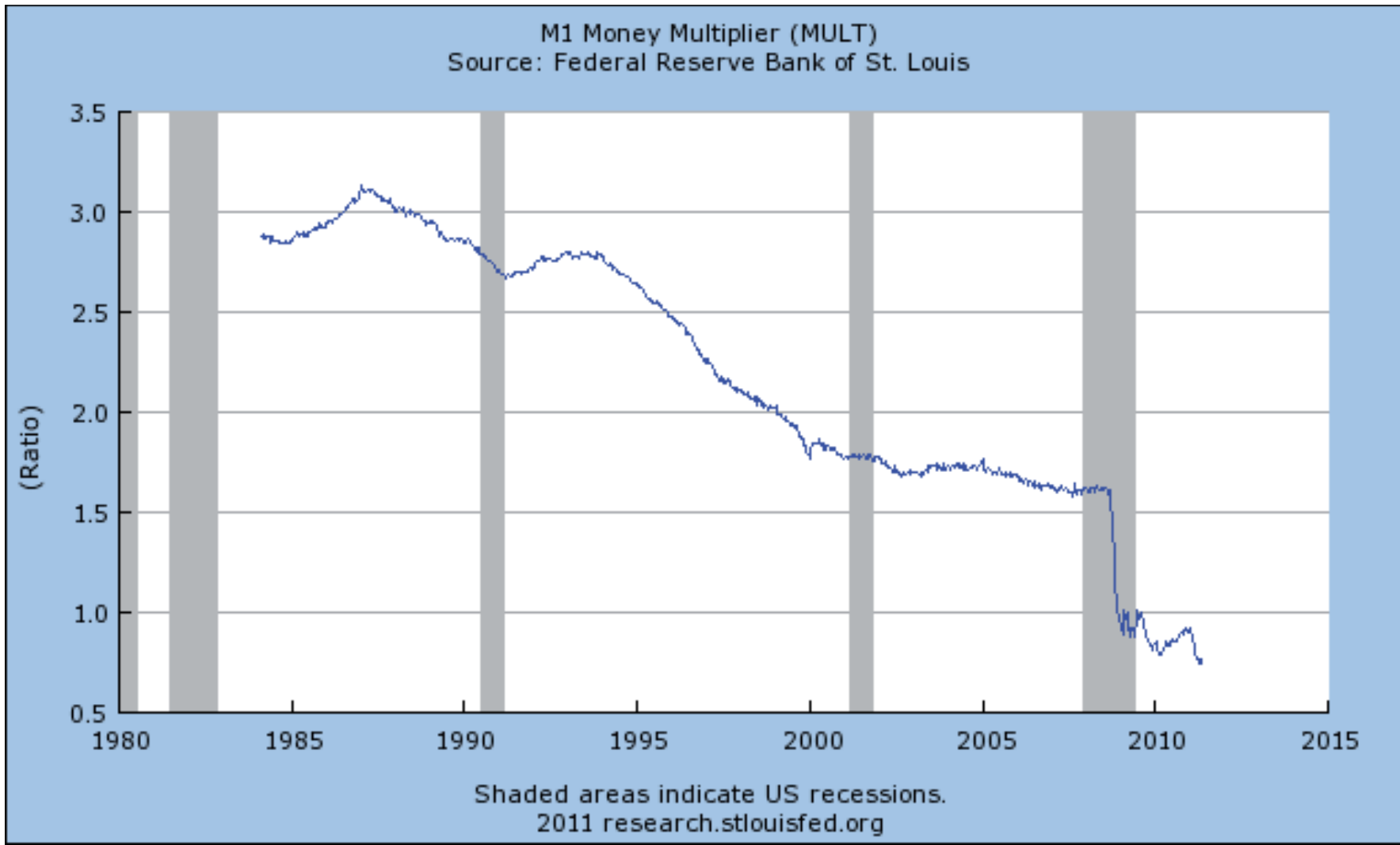
Oferta de monedă (II)

- Suma dintre numerarul în circulație - componentă a bazei monetare deținută de publicul nebancar - și depozitele (la vedere și la termen) constituite la bănci de publicul nebancar reprezintă masa monetară; aceasta e asociată cu resursele totale disponibile în societate pentru cumpărarea de bunuri, servicii și active nemonetare (acțiuni, locuințe).
- Procesul ofertei de monedă este descris de manualele de economie monetară prin intermediul multiplicatorului monetar:
$$m = (1 + C/D) / (R/D + C/D)$$
; el arată cu cât se modifică oferta de monedă a băncilor comerciale (masa monetară) când volumul de monedă creat de banca centrală variază cu o unitate;
- Ipotezele privind stabilitatea și predictibilitatea multiplicatorului monetar, precum și caracterul relativ exogen al masei monetare, susținute îndelung de teoria monetară au fost infirmate de evoluțiile ultimilor decenii, inclusiv de cele consemnate de economia românească (BNR, Caiete de studii nr. 21).

Oferta de monedă (III)

- Multiplicatorul monetar este în fapt instabil, în principal datorită inovațiilor financiare și dereglementării financiare, abordarea din această perspectivă a ofertei de bani fiind considerată de către Goodhart (2010) a avea un caracter mecanicist;
- O evidență suplimentară a adus-o criza financiară globală, context în care creșterea masivă a bazei monetare de către unele bănci centrale nu s-a reflectat în evoluția agregatelor monetare, datorită prăbușirii multiplicatorului;
- Cantitatea de monedă este în mare parte determinată de comportamentul băncilor și comportamentul (urmărirea profitului) și interacțiunea unei mulțimi de agenți privați; banca centrală are influență indirectă și imperfectă asupra acesteia, când piețele sunt libere, respectiv când nu se impun reguli stricte sectorului privat.

Multiplicatorul monetar în SUA

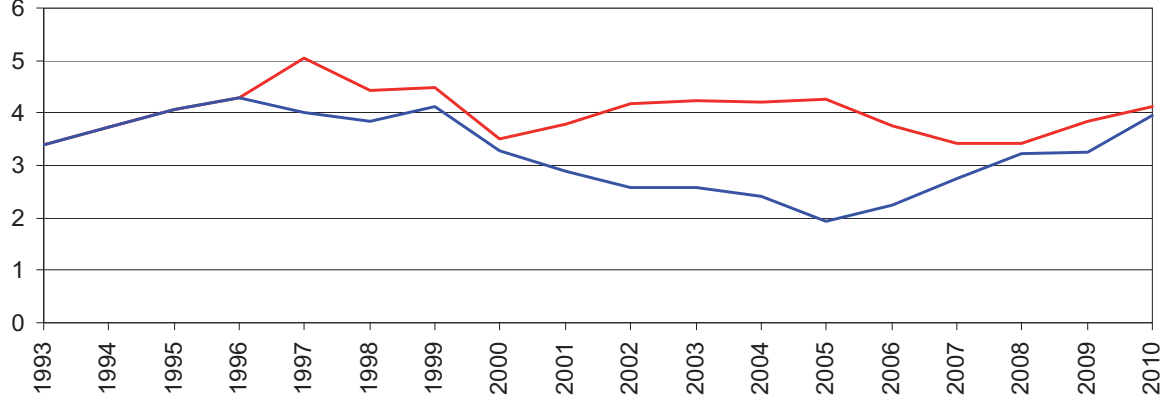


Sursa: Federal Reserve Bank of St. Louis

Multiplicatorul monetar în România

Multiplicatorul monetar in Romania

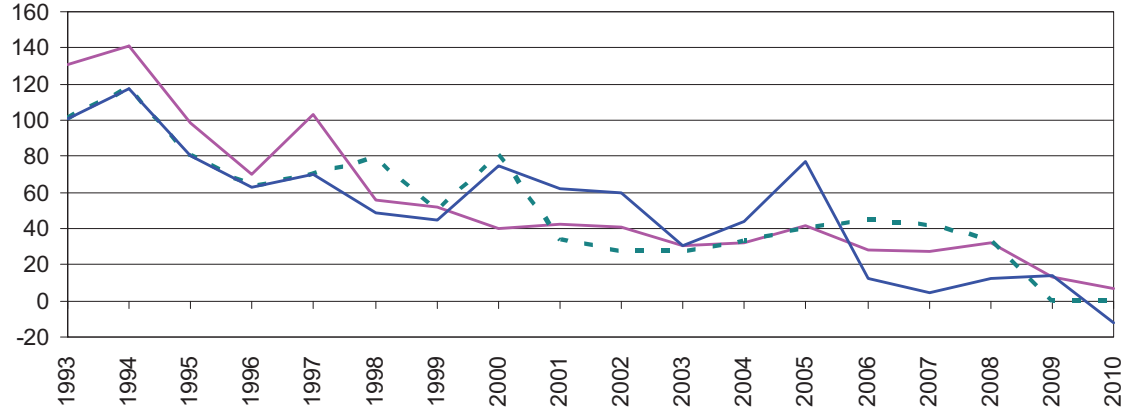
media perioadei



— M0 — M0 + excedent net de lichiditate

Ritmul de crestere anuala a masei monetare si a bazei monetare

%, media perioadei, termeni nominali



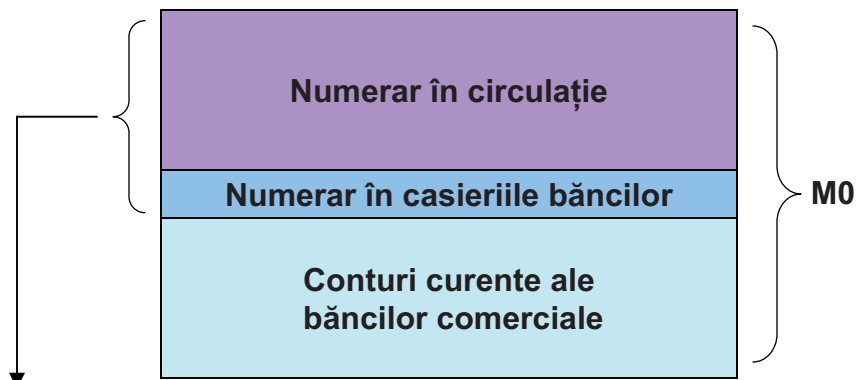
— M3 - - - M0 — M0 + excedent net de lichiditate

Crearea de monedă centrală *versus* „tipărirea de monedă” (I)

- Banca centrală creează în mod normal monedă centrală prin operațiunile de politică monetară destinate furnizării de lichiditate contra colaterale eligibile - corespunzător cerințelor de preservare a echilibrului condițiilor lichidității din sistemul bancar, implicit de menținere a obiectivului operațional al politicii monetare la niveluri conforme cu deciziile de politică monetară; o altă sursă relevantă de creație monetară o constituie acumularea de rezerve valutare (de pe piața valutară sau prin cumpărarea sumelor în valută obținute de Trezorerie);
- Tipărirea „propriu-zisă” de monedă (în sens literal) reprezintă emiterea de numerar de către banca centrală în virtutea funcției ce îi este atribuită prin lege (“emiterea bancnotelor și a monedelor ca mijloc de plată pe teritoriul României” – legea privind Statutul Băncii Naționale a României);
- Cererea de numerar este determinată integral de preferințele publicului; decizia privind forma în care moneda este deținută aparține exclusiv publicului, banca centrală și băncile având un rol pasiv. O creștere a numerarului în circulație, decurgând dintr-un șoc al cererii de numerar, nu implică creșterea masei monetare și/sau a bazei monetare.

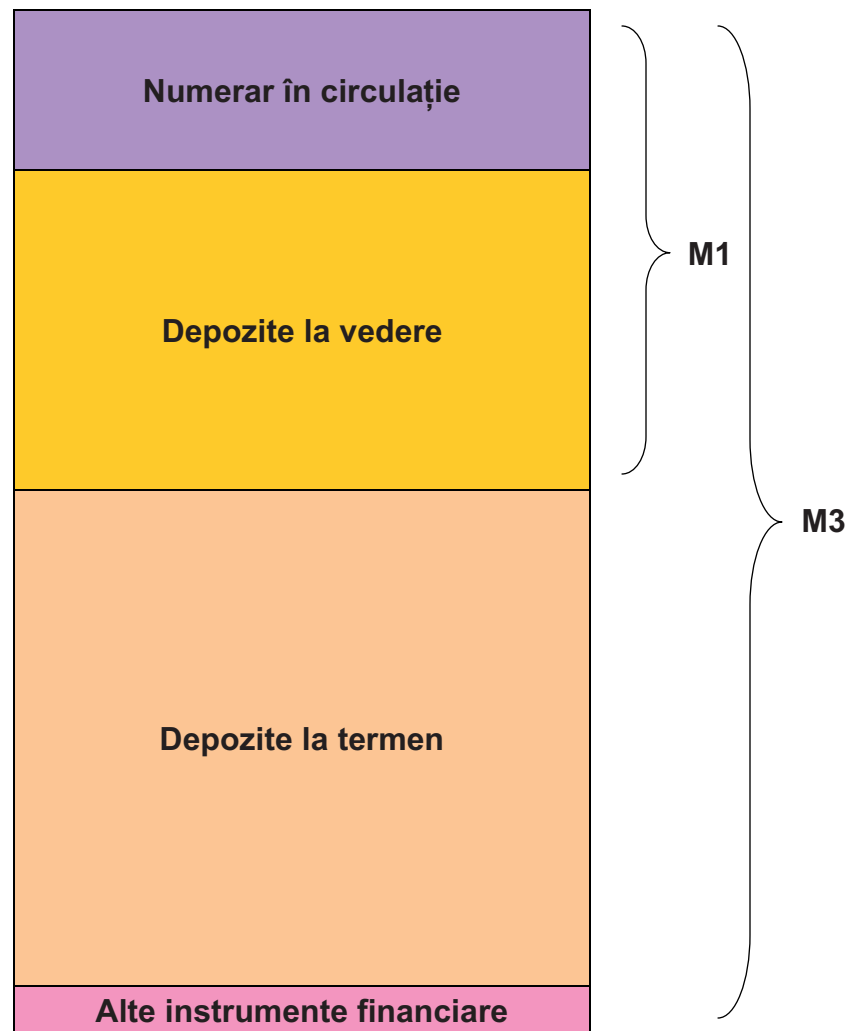
Creșterea cererii de numerar în circulație

Baza monetară



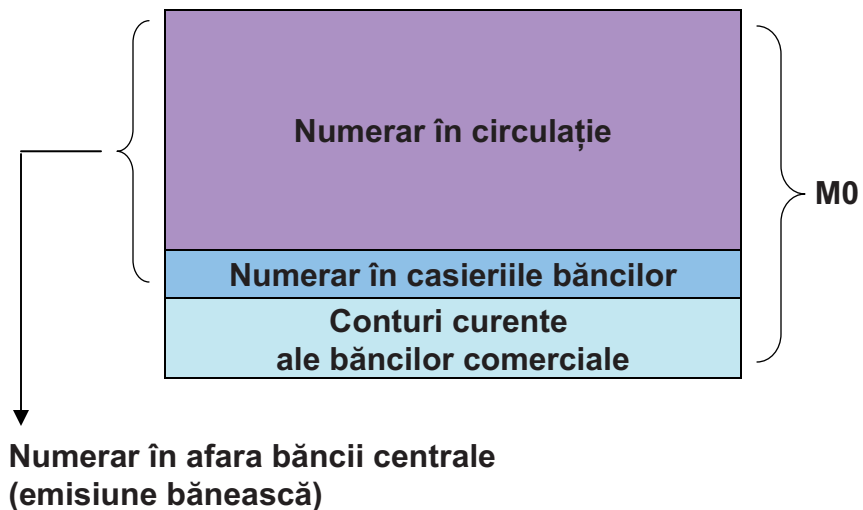
Numerar în afara băncii centrale
(emisiune bănească)

Masa monetară

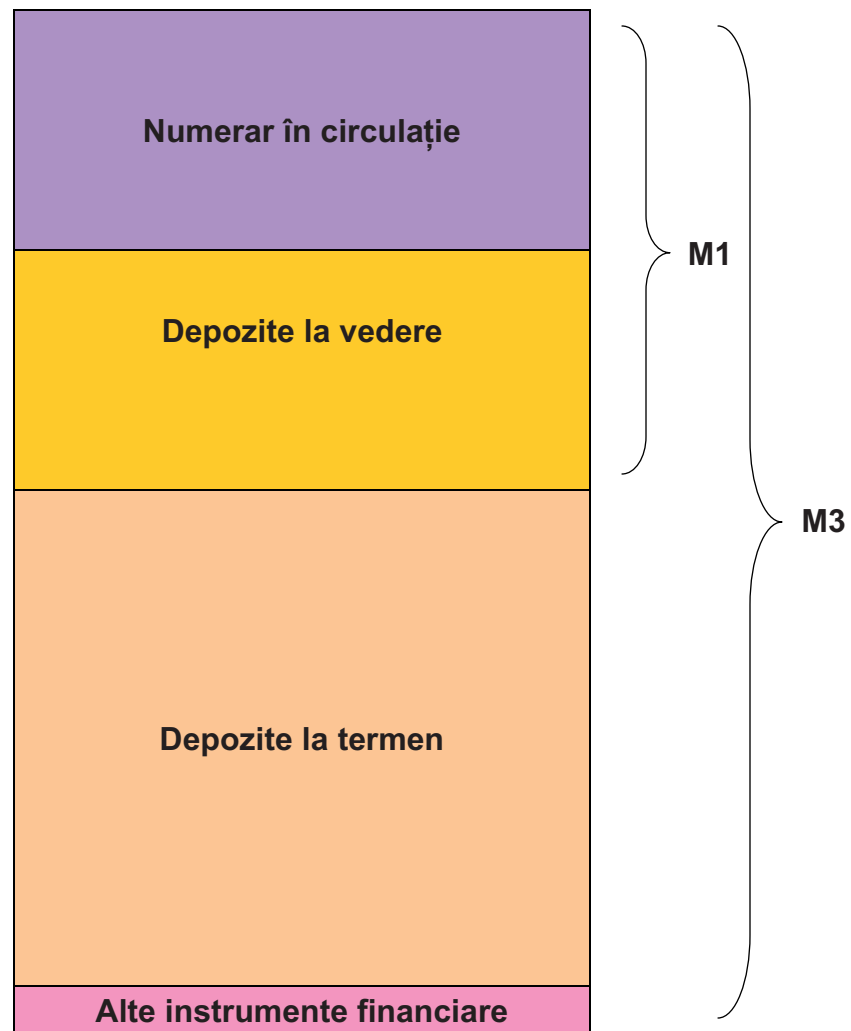


Creșterea cererii de numerar în circulație

Baza monetară



Masa monetară



Crearea de monedă centrală *versus* „tipărirea de monedă” (II)

- Tipărirea de monedă „la figurat” reprezintă, în sensul definit de manualele de economie, crearea de monedă centrală și de masă monetară prilejuită de finanțarea directă a deficitului bugetar de către banca centrală; Tratatul de la Maastricht interzice finanțarea directă a deficitului bugetar (finanțarea monetară în general), principiul fiind asimilat integral în legislația României în anul 2004, odată cu adoptarea actualului statut al BNR.
- Sintagma „tipărire de monedă” a fost folosită frecvent în ultimii ani, în special de către mass-media internațională, pentru a denumi politica „*Quantitative easing*” implementată de unele bănci centrale. Cele două categorii de acțiuni ale băncii centrale se deosebesc însă net, fie prin natura impactului exercitat asupra masei monetare, fie prin relația dintre masa monetară nou creată și avuția existentă în economie (în cazul achiziționării de active monetare deținute de publicul nebanca); o altă diferență importantă este faptul că *QE* este o măsură temporară, băncile centrale intenționând și având posibilitatea să reverseze procesul la momentul considerat a fi adecvat.

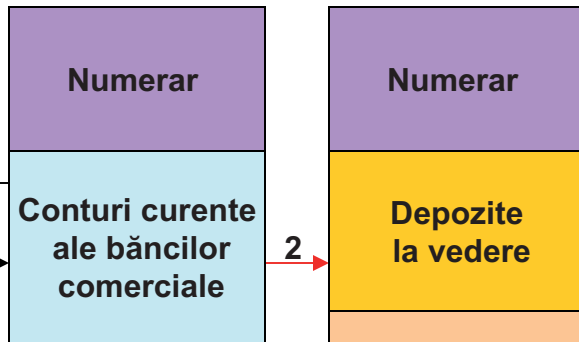
Finanțarea deficitului bugetar

Achiziționarea de titluri de stat de către băncile comerciale



M0

M3



1 – M0 scade, M3 nu se modifică

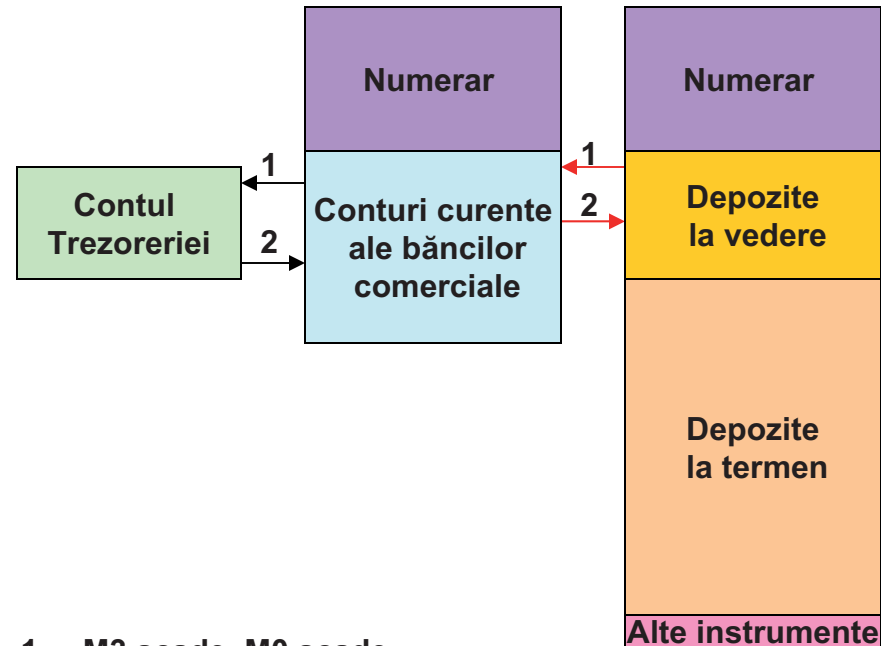
2 – M0 revine la nivelul inițial, M3 crește

Achiziționarea de titluri de stat de către sectorul nebanca



M0

M3



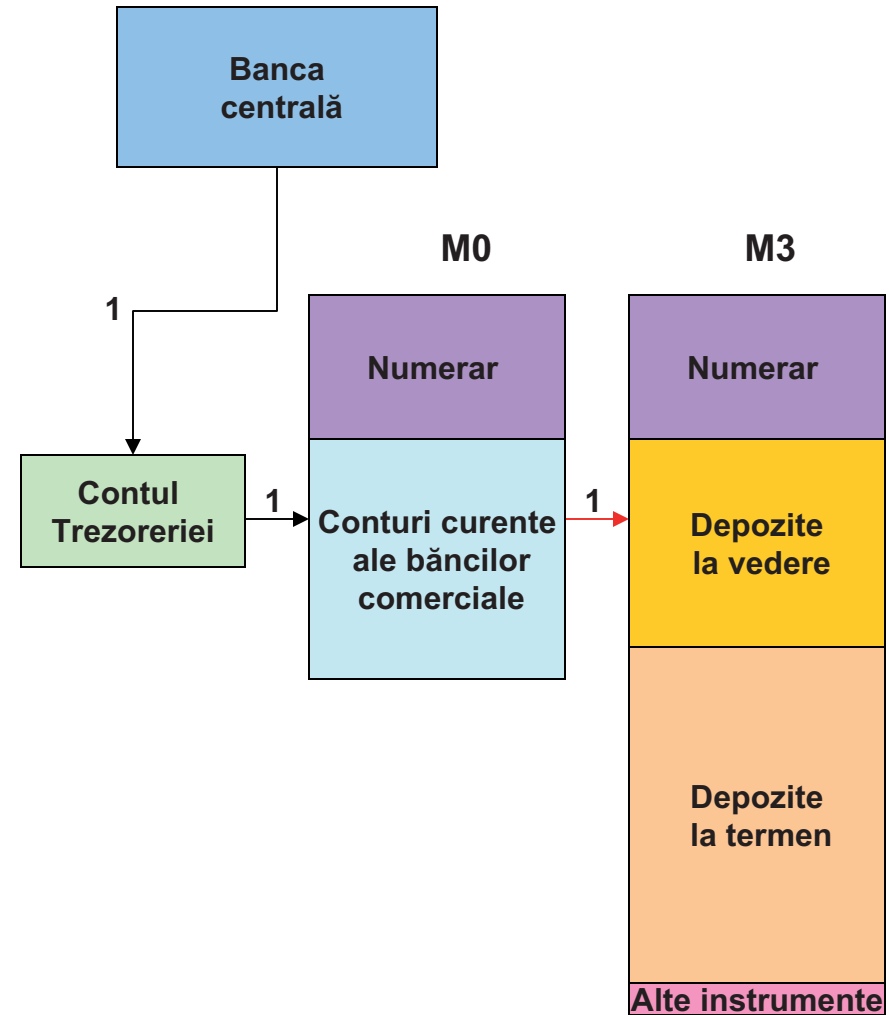
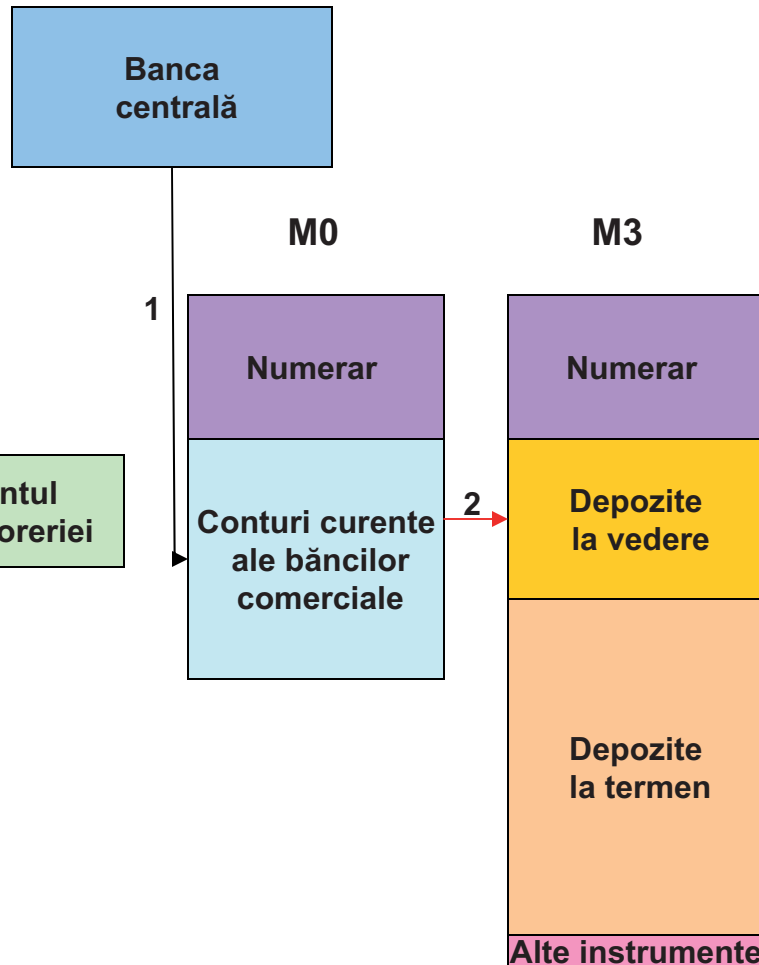
1 – M3 scade, M0 scade

2 – M0 revine la valoarea inițială, M3 revine la valoarea inițială

Creare de monedă centrală *versus* tipărire de monedă

Operațiuni de politică monetară
destinate furnizării de lichiditate

Finanțarea monetară a
deficitului bugetar



1 – M0 crește, M3 nu se modifică

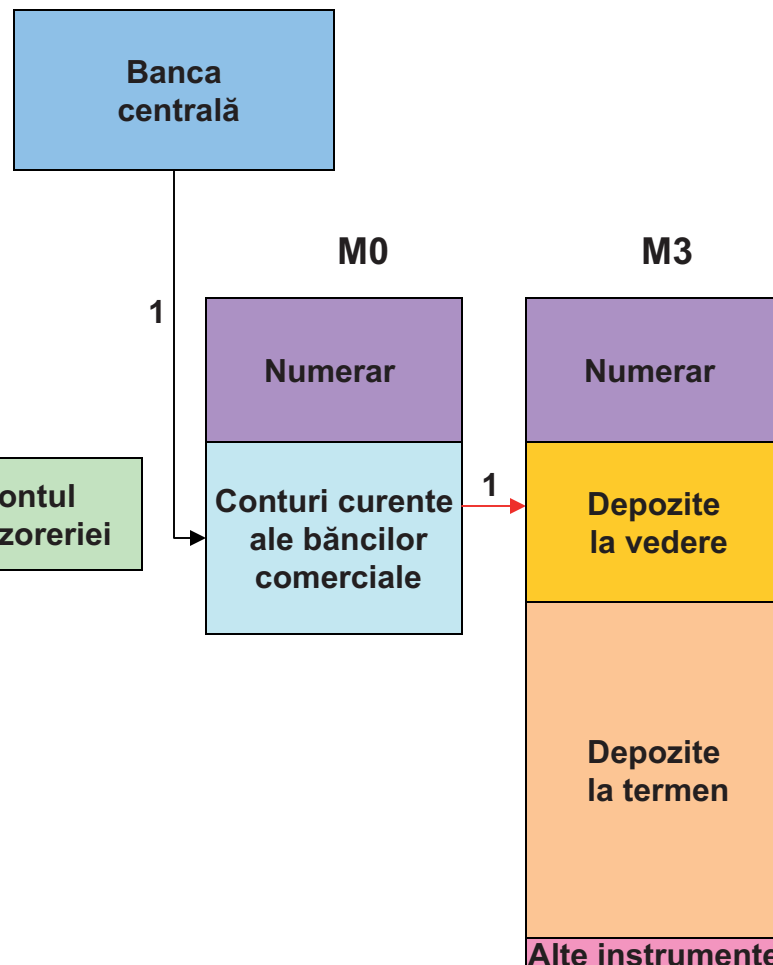
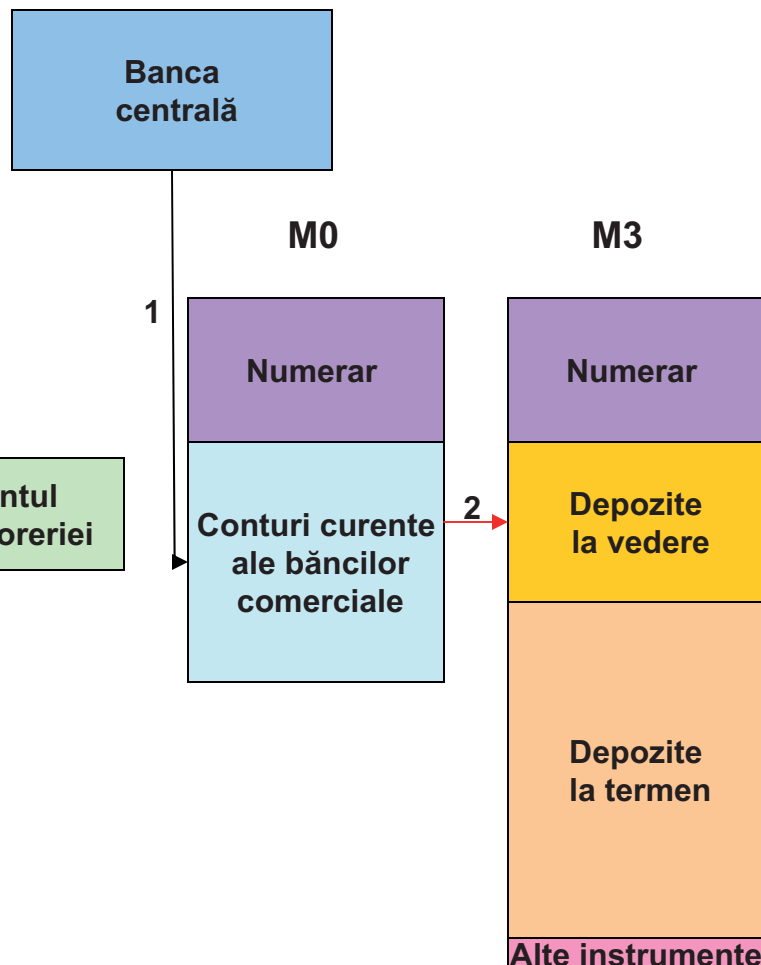
2 – Potențiala creștere a M3 depinde de
comportamentul băncilor și al publicului

1 – M0 crește și M3 crește (crearea de
monedă precede crearea de avuție)

“Quantitative easing”

Achiziționarea de titluri de valoare
deținute de băncile comerciale

Achiziționarea de titluri de valoare
deținute de sectorul nebancaar



1 – M0 crește, M3 nu se modifică

2 – Potențiala creștere a M3 depinde de
comportamentul băncilor și al publicului

1 – M0 crește, M3 crește (are loc o substituție
de active financiare fără a se crea avuție)

II. Evoluții monetare în economia românească

Aspecte privind cadrul analizei monetare

Rol important în procesul de formulare și implementare a politicii monetare - decurge din relevanța informațiilor pe care le oferă băncii centrale o analiză monetară comprehensivă – bazată preponderent pe ample evaluări *expert judgement*, complementate de tehnici statistice și econometrice –, cele mai semnificative fiind cele referitoare la starea economiei (curentă și pe termen scurt), mecanismul de transmisie a politicii monetare, funcționarea sistemului financiar și interacțiunea cu sectorul real.

Componentele analizei monetare

• **Rol principal - analiza instituțională** a evoluției masei monetare, a componentelor și contrapartidelor sale:

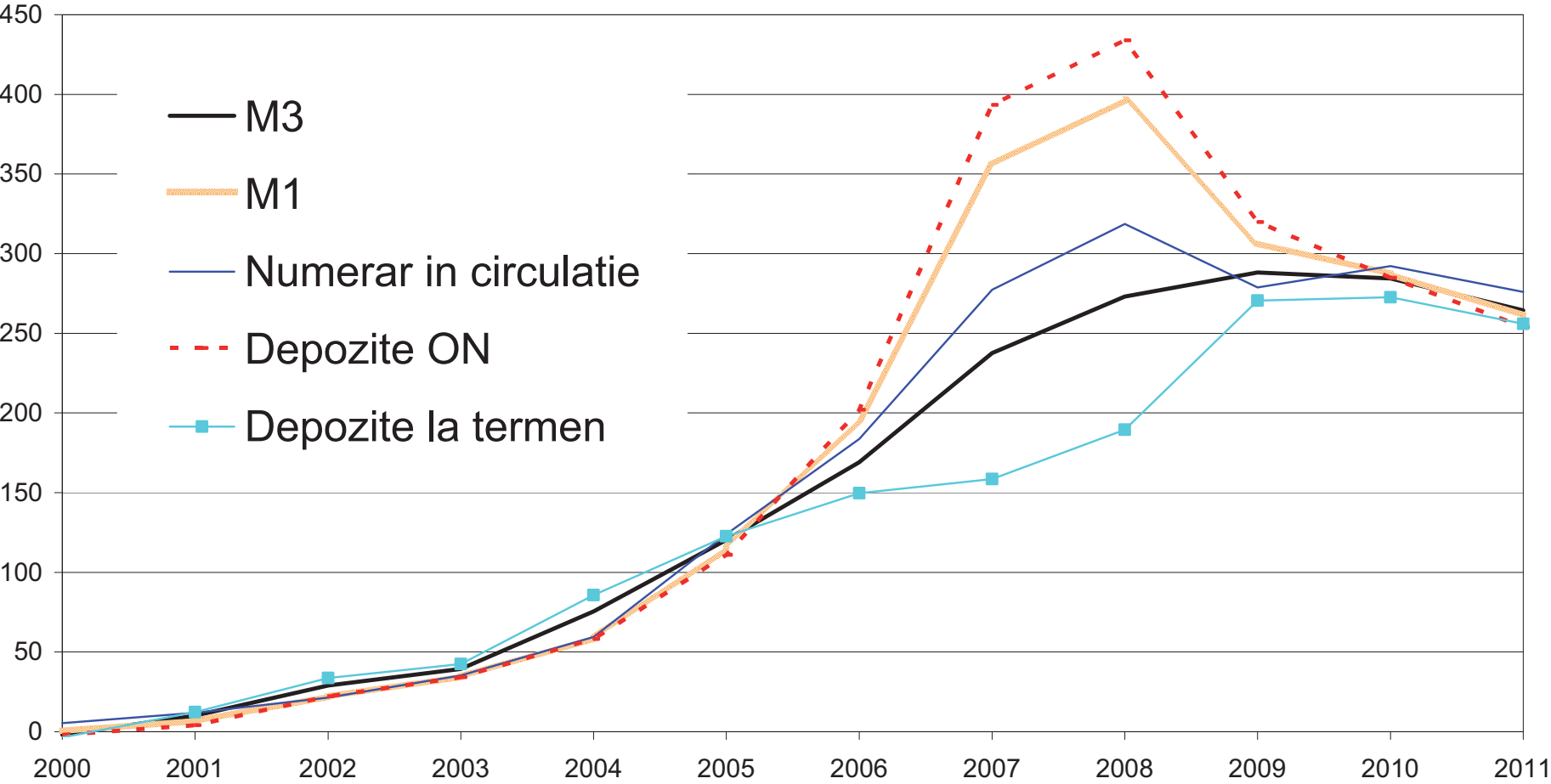
- analiza - preponderent de tip *judgement* - a evoluțiilor monetare ce urmărește identificarea schimbărilor produse la nivelul acestora, a determinantilor și a implicațiilor
- combină informații dintr-o multitudine de surse: bilanțurile monetare ale instituțiilor de credit, al BNR, ale instituțiilor financiare nemonetare, conturile naționale nefinanciare și financiare, raportările de date privind ratele de dobândă practicate de bănci în relațiile cu clienții nebankari, evoluțiile de pe piețele financiare interne, balanța de plăți, datoria externă, finanțele publice și datoria publică, economia mondială și piețele externe

• **Rol complementar – dezvoltarea analizelor bazate pe instrumente/tehnici econometrice** menite să permită extragerea de informații suplimentare relevante pentru procesul de fundamentare a deciziei de politică monetară

Masa monetară și principalele componente

Ritmul de creștere a masei monetare și a componentelor

%, termeni reali, sfarsitul perioadei, dec.99=100



Masa monetară și principalele componente

Determinanții principali ai dinamicii și structurii M3

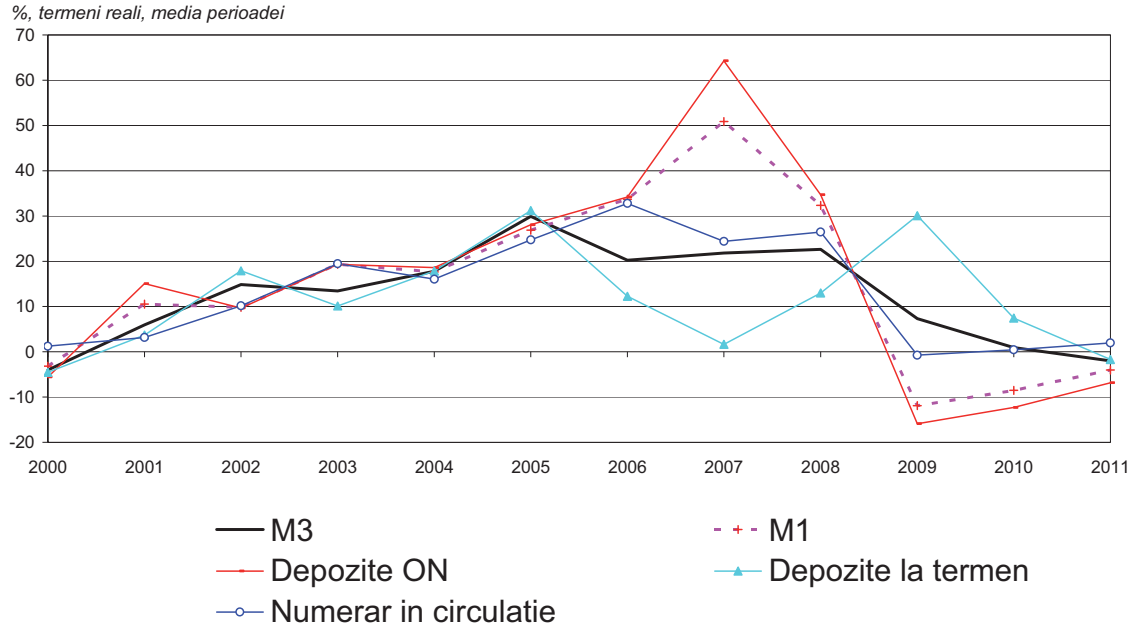
- 2000-2007 - ameliorarea cererii de bani susținută de consolidarea dezinflației și creșterea economică
- 2008-2010 - diminuare a dinamicii masei monetare, pe fondul declinului activității economice și al derulării procesului de dezintermediere pe plan intern și global

Ansamblu de schimbări structurale și instituționale – asociate parțial procesului de *catching-up*:

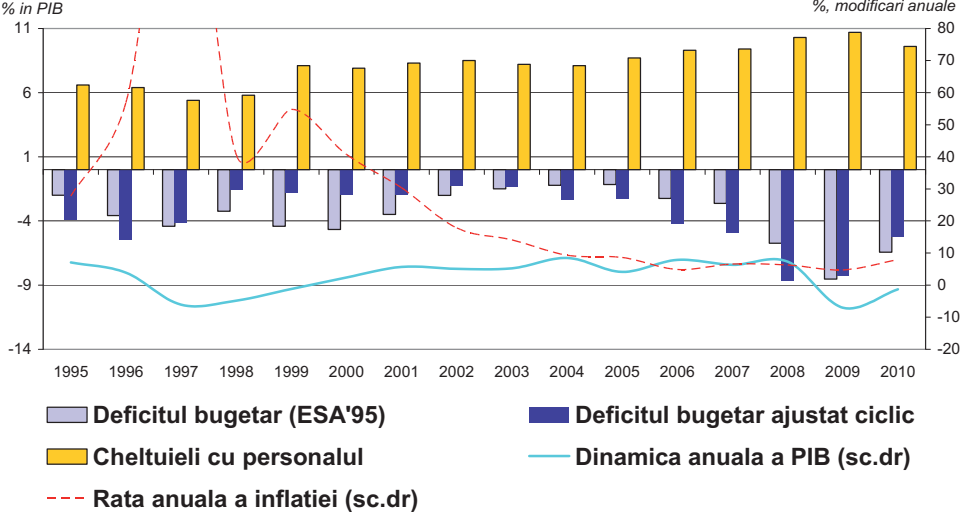
- derularea unor etape importante ale procesului de privatizare și creșterea investițiilor directe de capital – independente de acest proces;
- producerea unor șocuri ce au afectat o parte a sistemului financiar românesc
- eludarea restricțiilor impuse (până în aprilie 2005, respectiv septembrie 2006) diferitelor categorii de operațiuni de capital (în special prin crearea de companii financiare specializate – SPV-uri) – creșterea plasamentelor în depozite în lei (incluse în masa monetară) pe seama intrărilor de capital
- extinderea privatizării în sistemul bancar, dezvoltarea ulterioară rapidă a acestuia și intensificarea concurenței - apariția de noi produse bancare
- modificarea și creșterea gamei de plasamente financiare alternative – stimularea realocării portofoliilor
- creșterea remiterilor muncitorilor români din străinătate (asociată fenomenului migrației), până în 2007
- relaxarea impozitării veniturilor persoanelor fizice și a profiturilor companiilor (2005);
- modificările repetate ale regimului de impozitare a veniturilor din dobânzi – cu efecte asupra atractivității și a structurii plasamentelor bancare;
- liberalizarea totală a operațiunilor de capital și, implicit, creșterea susținută a plasamentelor în lei ale nerezidenților – efect de frânare asupra dinamicii masei monetare, prin diminuarea corespunzătoare a depozitelor în lei, care figurau anterior ca aparținând rezidenților.
- impactul exercitat de mișcările cursului de schimb leu/euro asupra valorii indicatorilor monetari cantitativi

Masa monetară și principalele componente

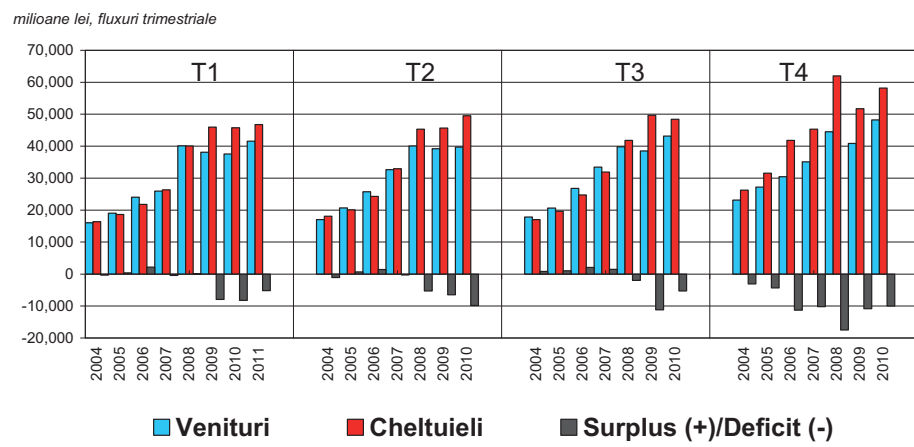
Ritmul de creștere anuală a masei monetare și a componentelor



Cresterea economică, inflația și deficitul bugetar



Veniturile, cheltuielile și soldul bugetului general consolidat

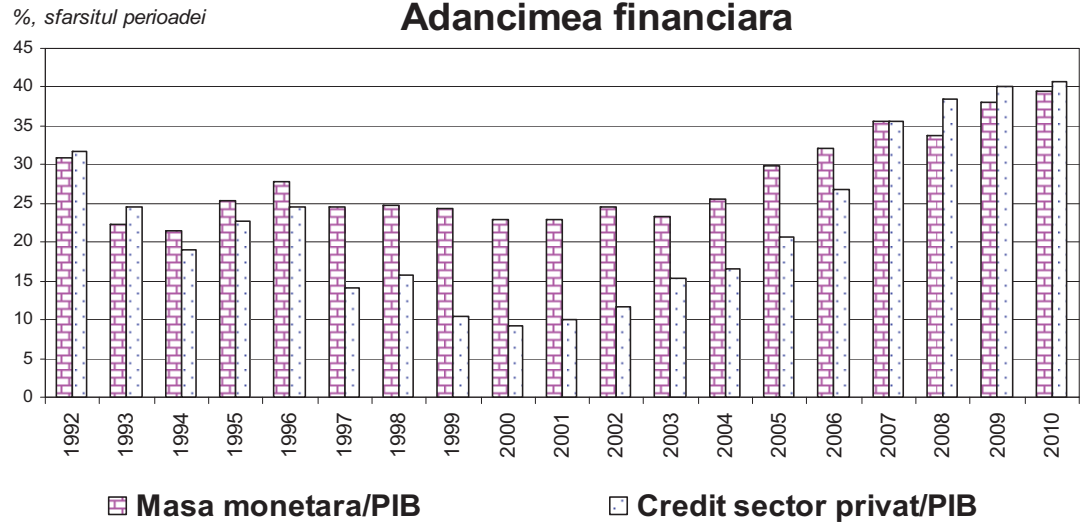


Sursa: MFP

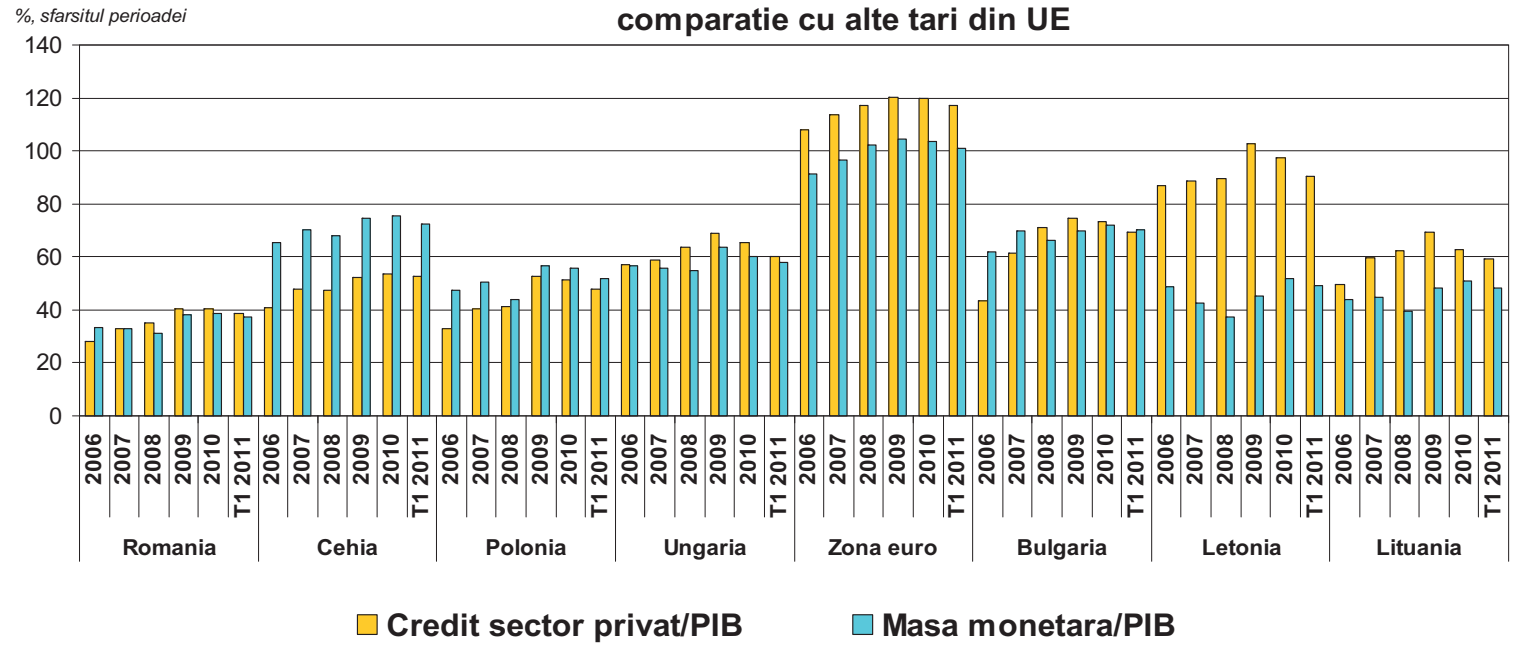
Sursa: INS, AMECO

Masa monetară și principalele componente

Adancimea financiara



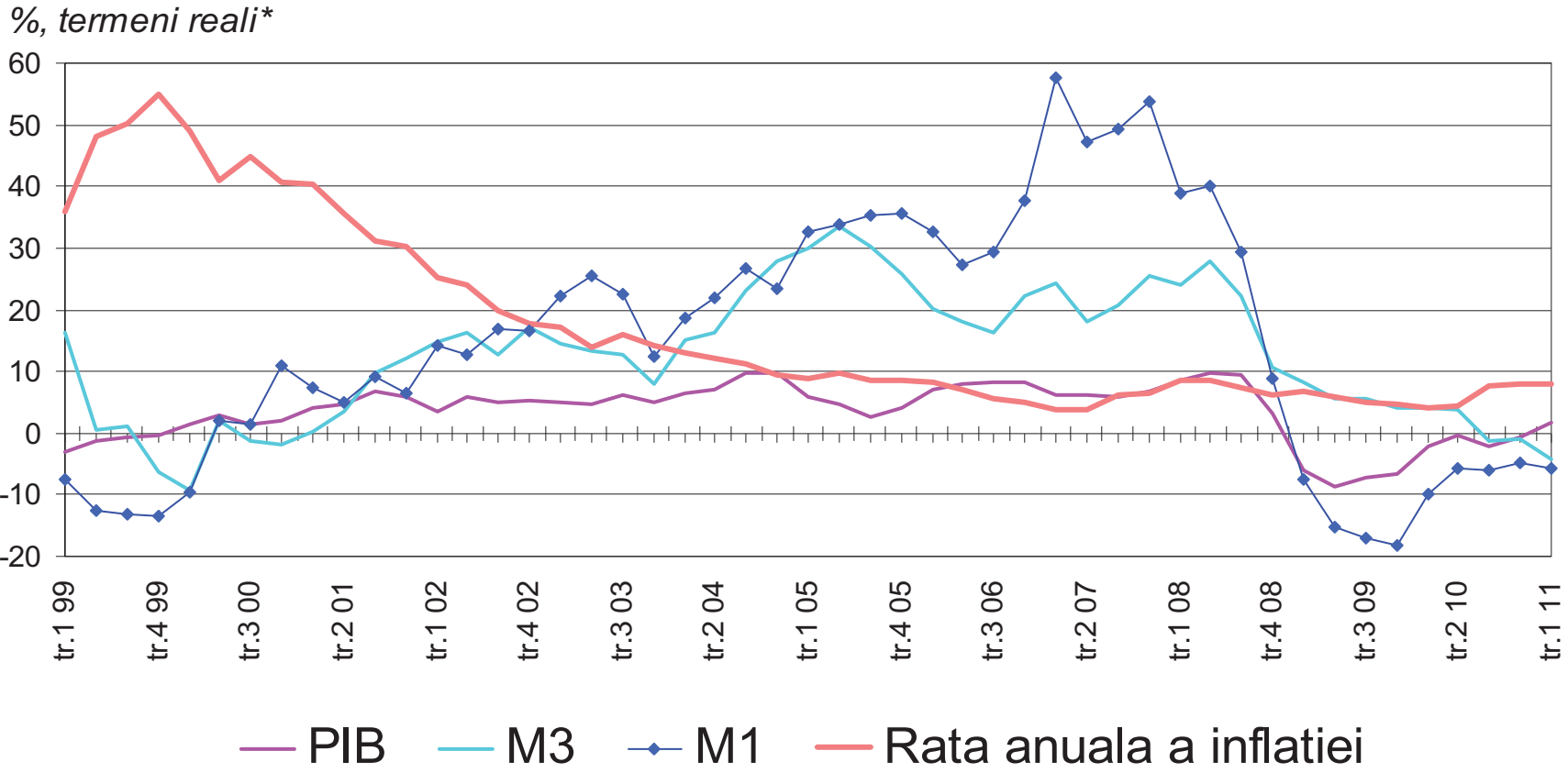
Adancimea financiara comparatie cu alte tari din UE



Sursa: BCE, Banci centrale nationale, calcule DPM

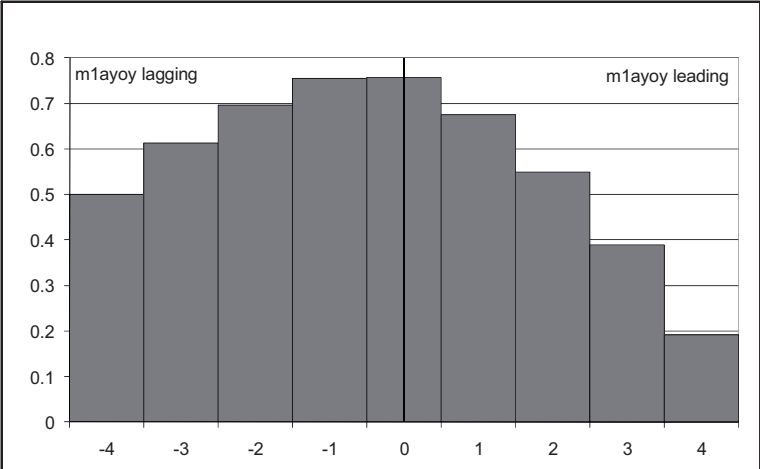
Masa monetară și principalele componente

Dinamica anuală a PIB, M3 și M1

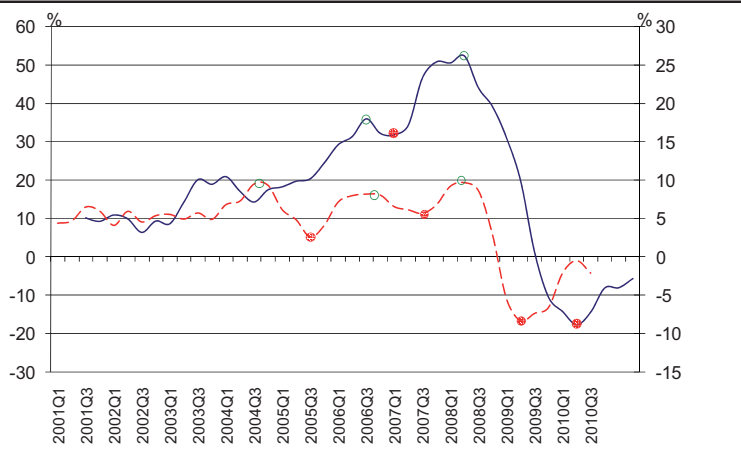


* pt. M3, M1 pe baza IPC
Sursa: INS, BNR, calcule DPM

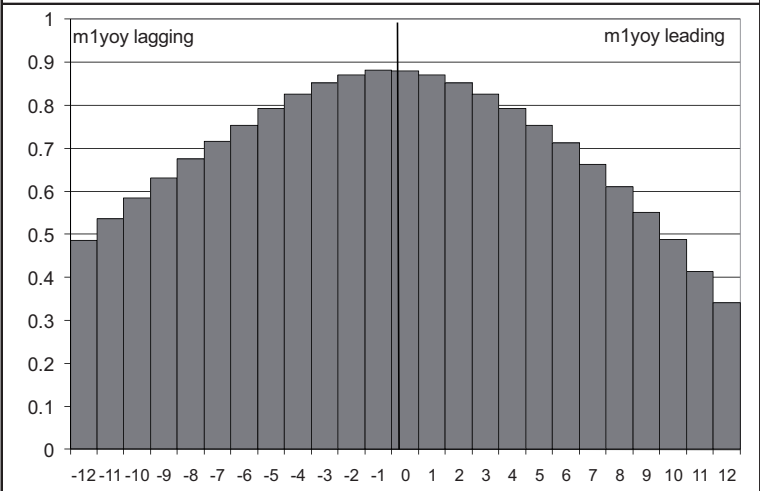
Masa monetară și principalele componente



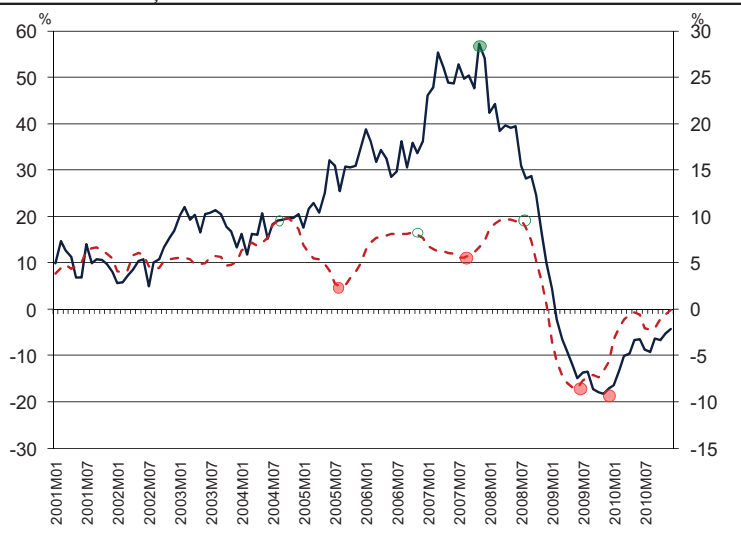
Coeficienti de corelație 2000-2010



M1 medie trimestrială (mutat la dreapta 2 trim)
Concordanță 57%



Coeficienti de corelație 2005-2010

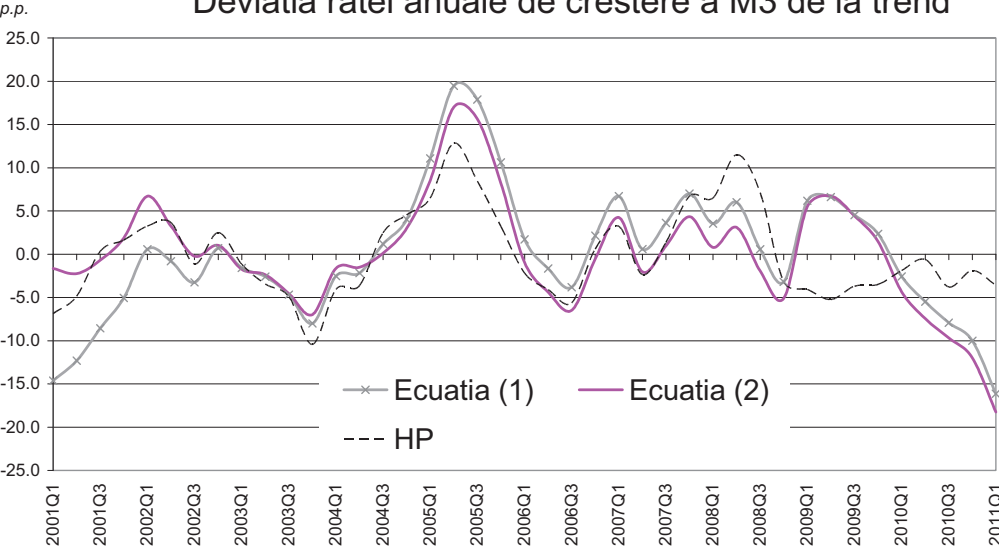


Serii lunare, concomitente
Concordanță 2005-2010: 61%

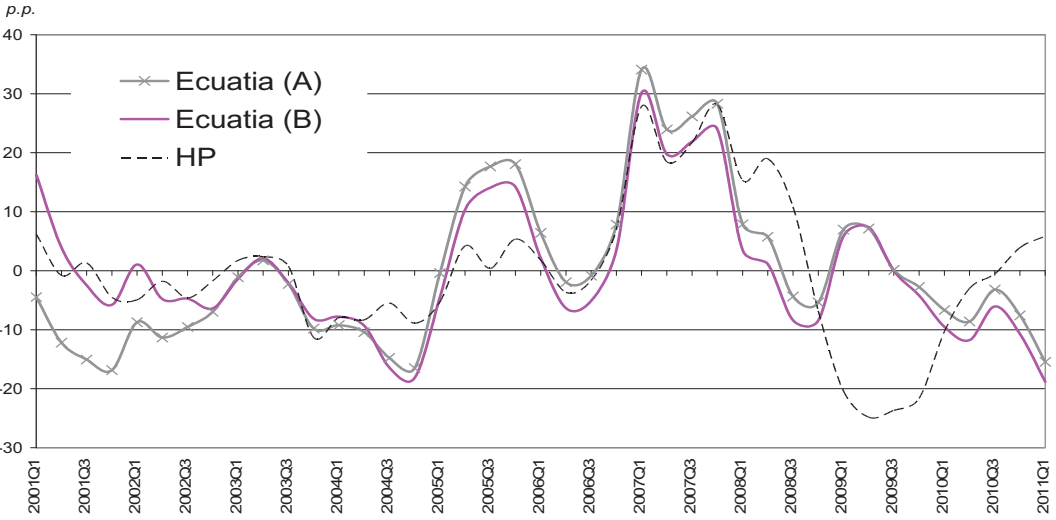
— M1yoy - - - - - PIByoy ● Punct de maxim ● Punct de minim

Masa monetară și principalele componente

Deviatia ratei anuale de crestere a M3 de la trend



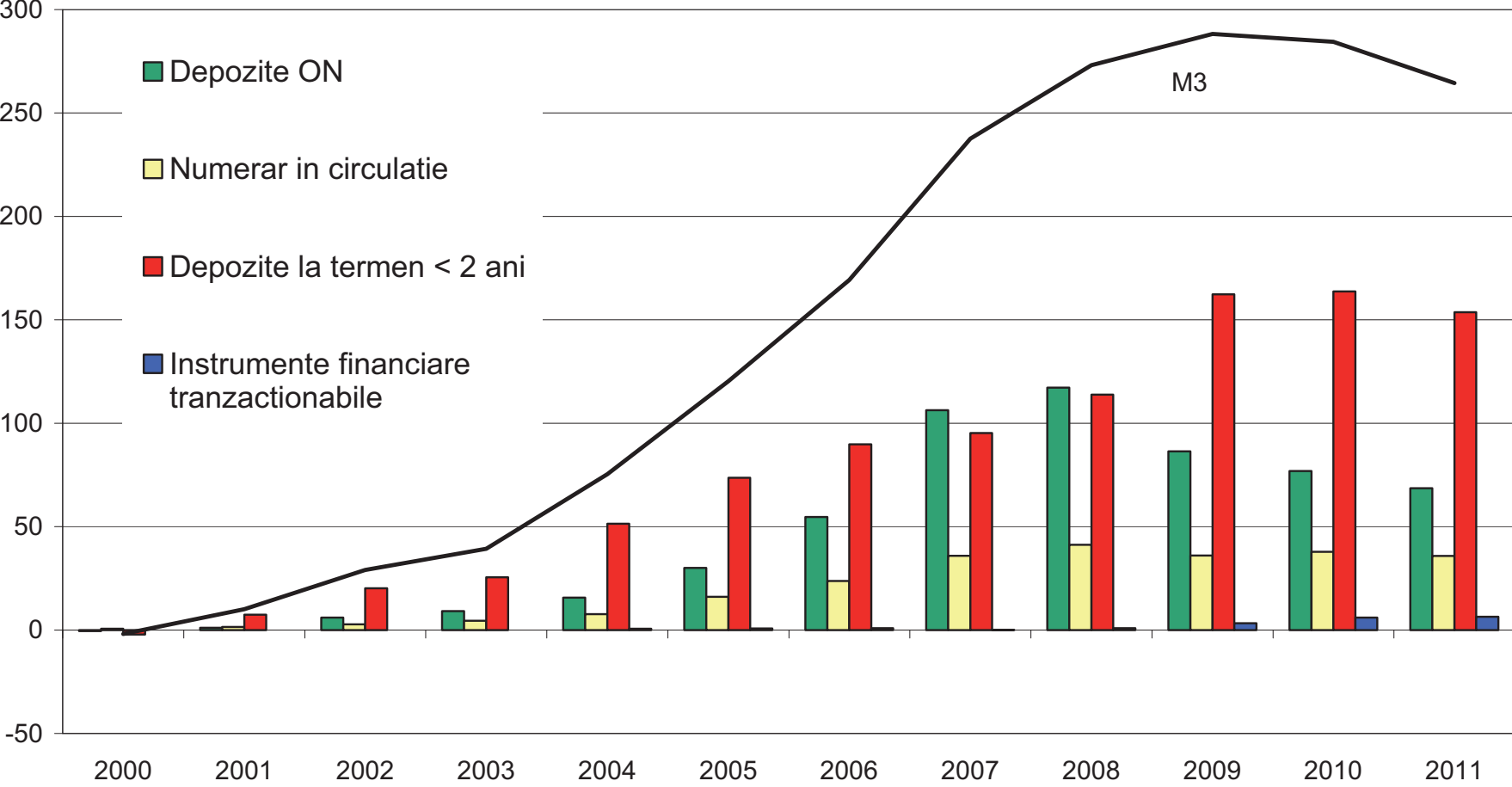
Deviatia ratei anuale de crestere a M1 de la trend



Masa monetară și principalele componente

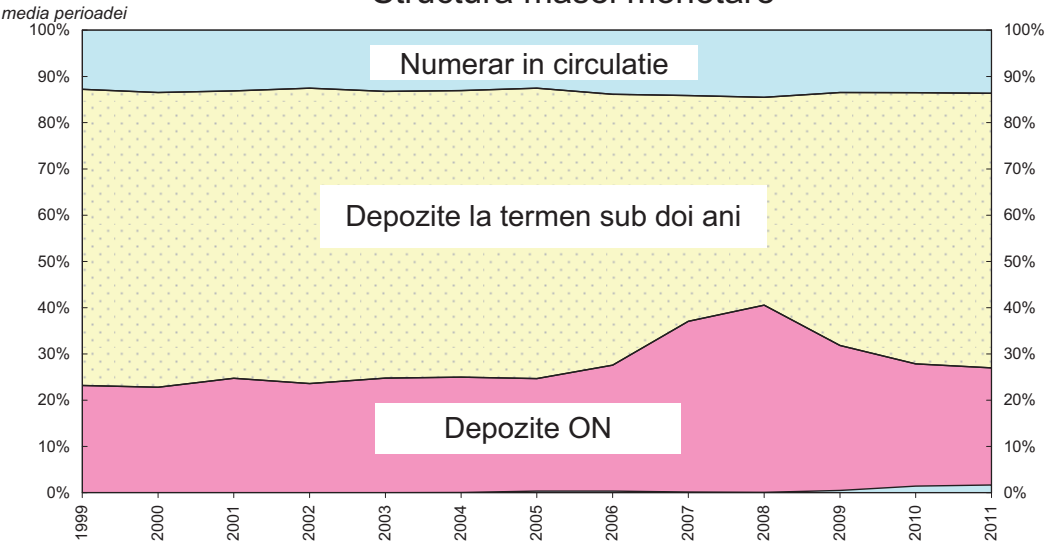
Contribuțiile componentelor la creșterea masei monetare

%, termeni reali, dec. 1999=100



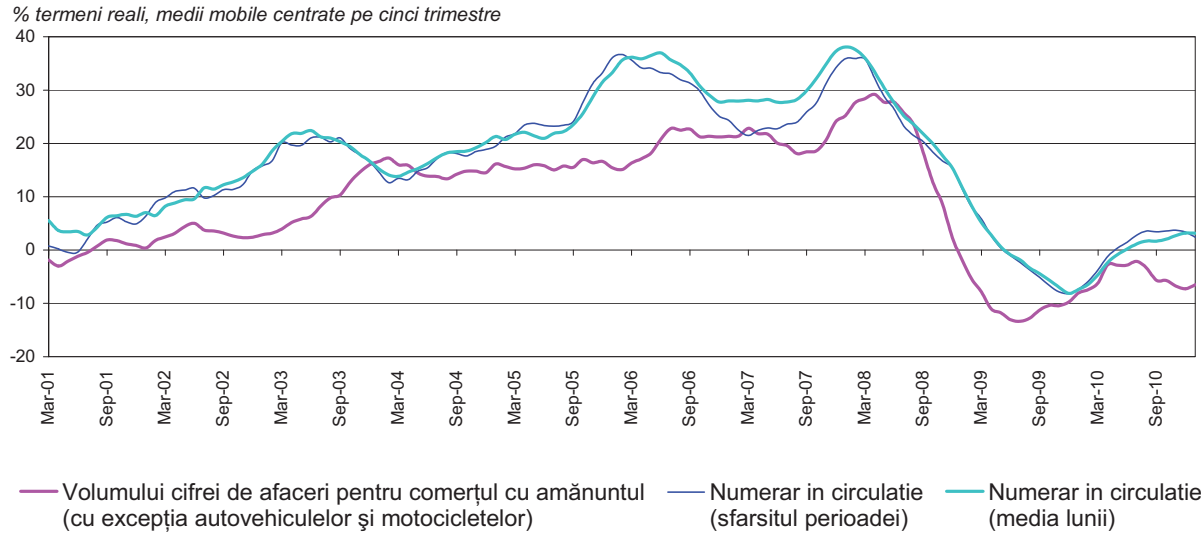
Masa monetară și principalele componente

Structura masei monetare



Diferența până la 100% reprezintă alte instrumente financiare tranzactionabile, cu date disponibile din anul 2007

Ritmul de creștere anuală a numerarului în circulație și a volumului cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul

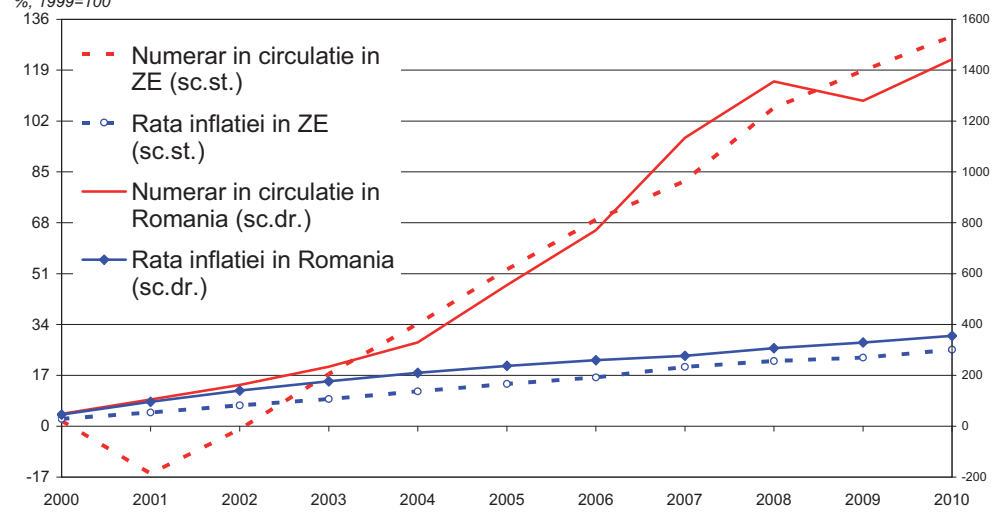


— Volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) — Numerar in circulatie (sfarsitul perioadei) — Numerar in circulatie (media lunii)

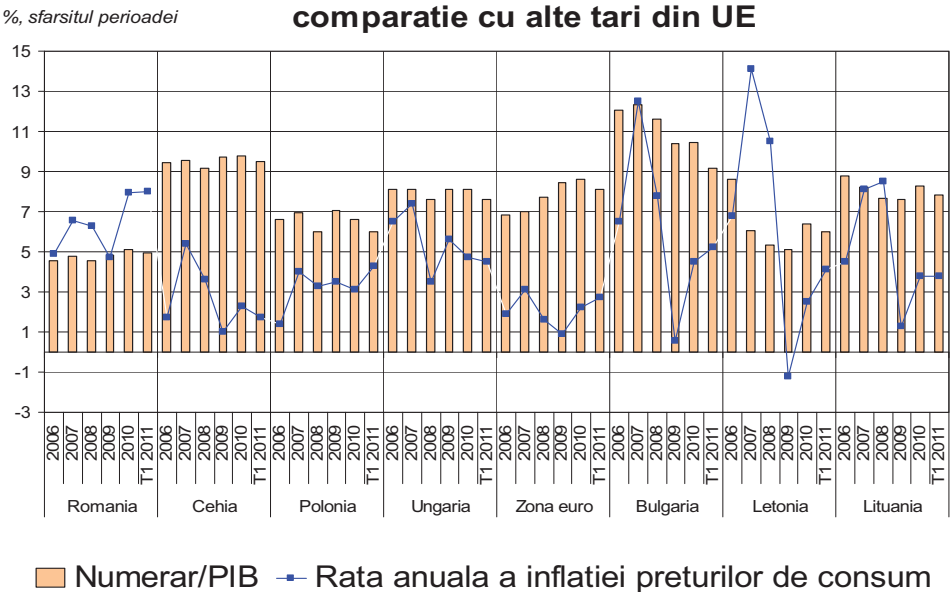
Sursa: INS, BNR

Masa monetară și principalele componente

Rata anuală a inflației și numărul în circulație din zona euro și din România



Numerar/PIB și rata inflației comparativ cu alte țări din UE

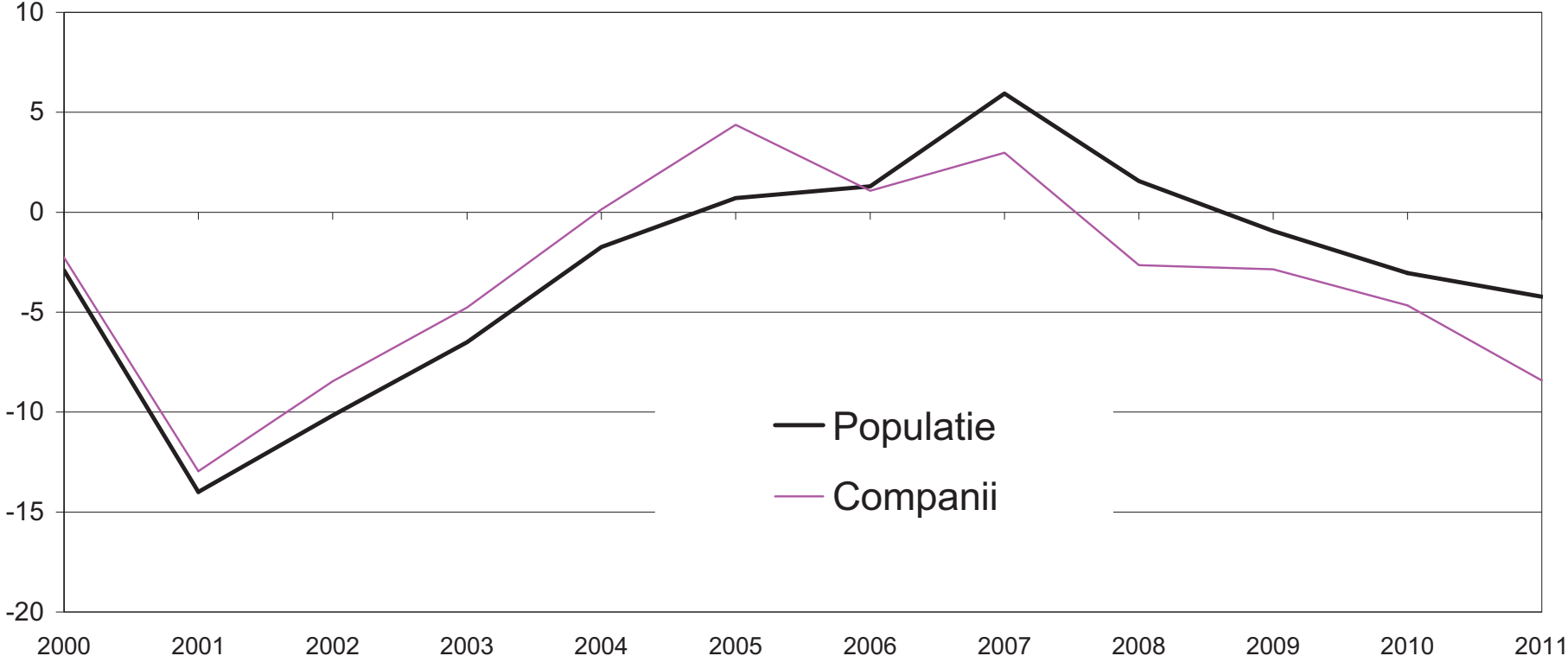


Sursa: BCE, Banci centrale nationale, calcule DPM

Masa monetară și principalele componente

Ritmul de creștere anuală a deținerilor de M3

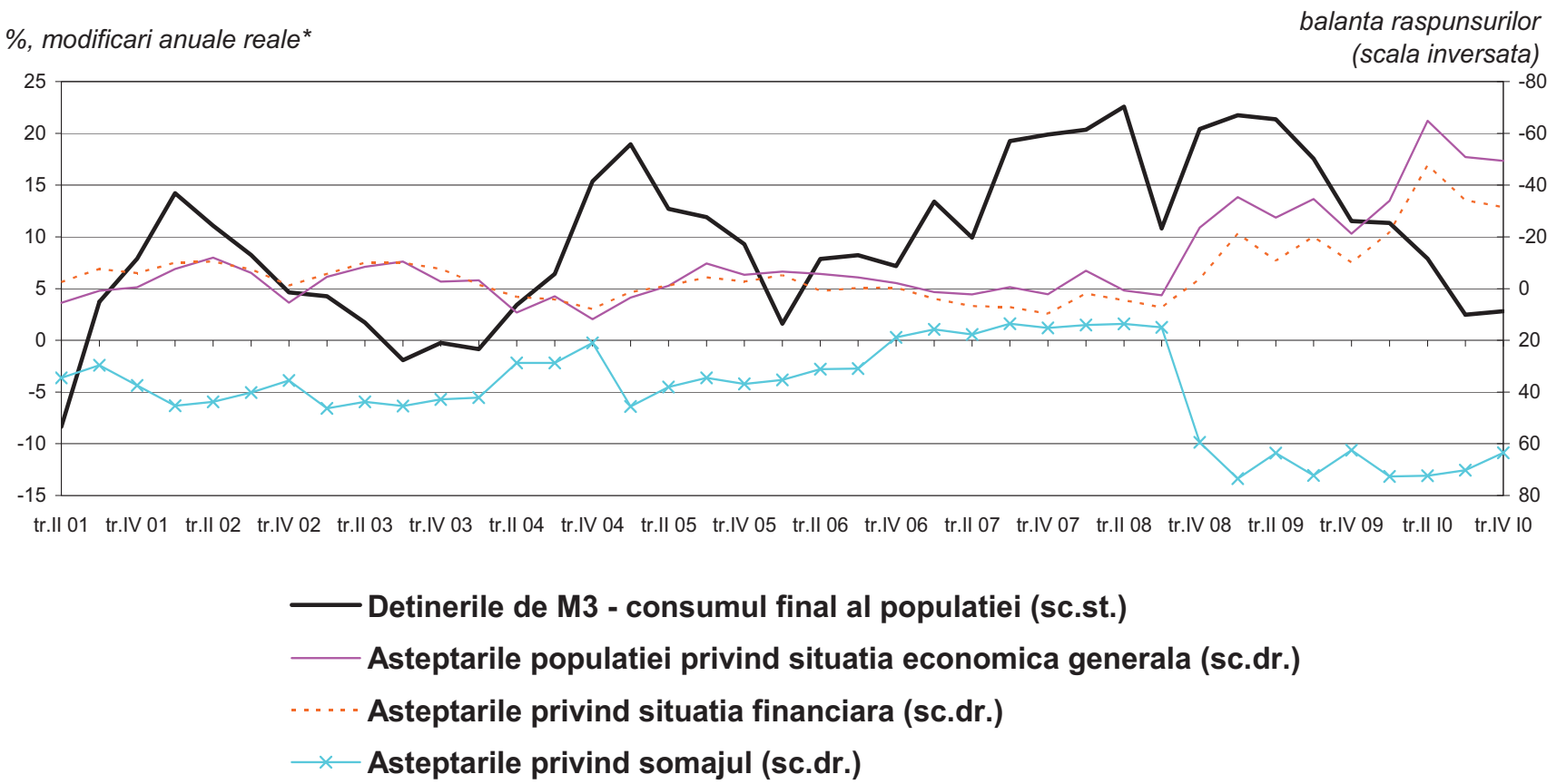
%, termeni reali, media perioadei



Sursa: BNR, calcule DPM

Masa monetară și principalele componente

Detinerile de M3, consumul și asteptările populației pe următoarele 12 luni

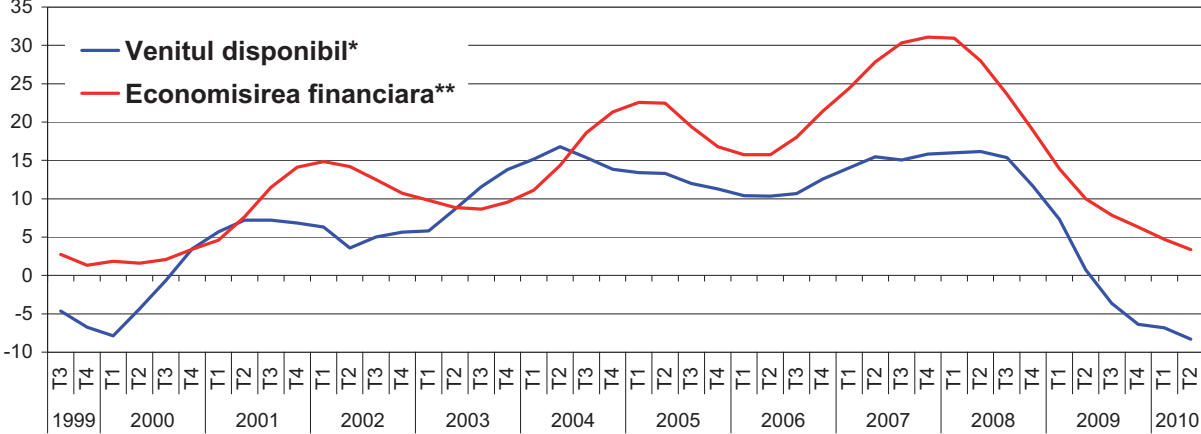


* pentru detineri pe baza IPC, stoc
Sursa: DGEFCIN, BNR, calcule DPM

Masa monetară și principalele componente

Ritmul de creștere anuală a venitului disponibil și a economisirii financiare a populației

%, termeni reali, medii mobile pe cinci trimestre

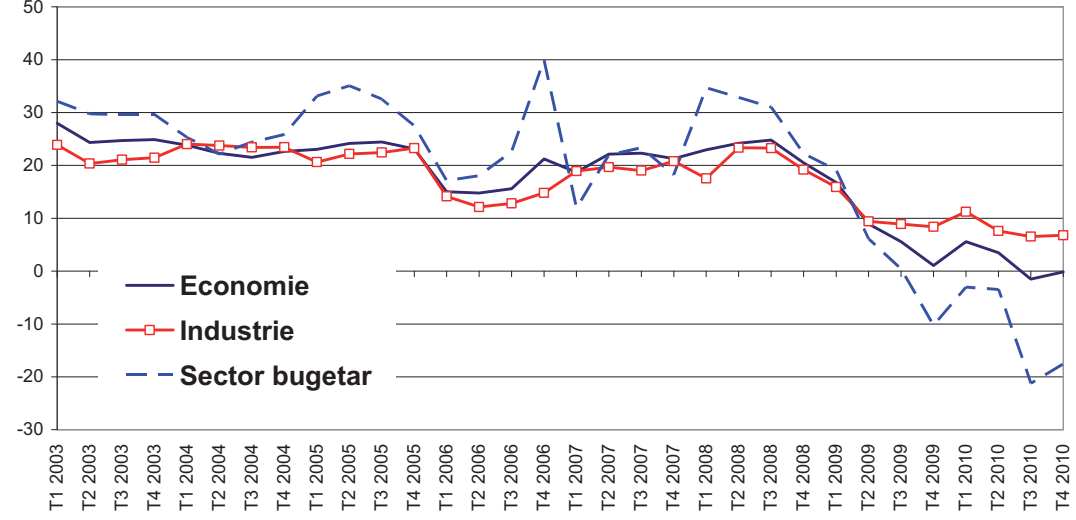


* Venit din salarii, transferuri sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferuri din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.
 ** Depozite totale ale populației, certificate de depozit, titluri de stat deținute de populație, numerar în circulație.

Sursa: BNR, INS, MFP, calcule DSE, DPM

Evolutia salariului mediu net

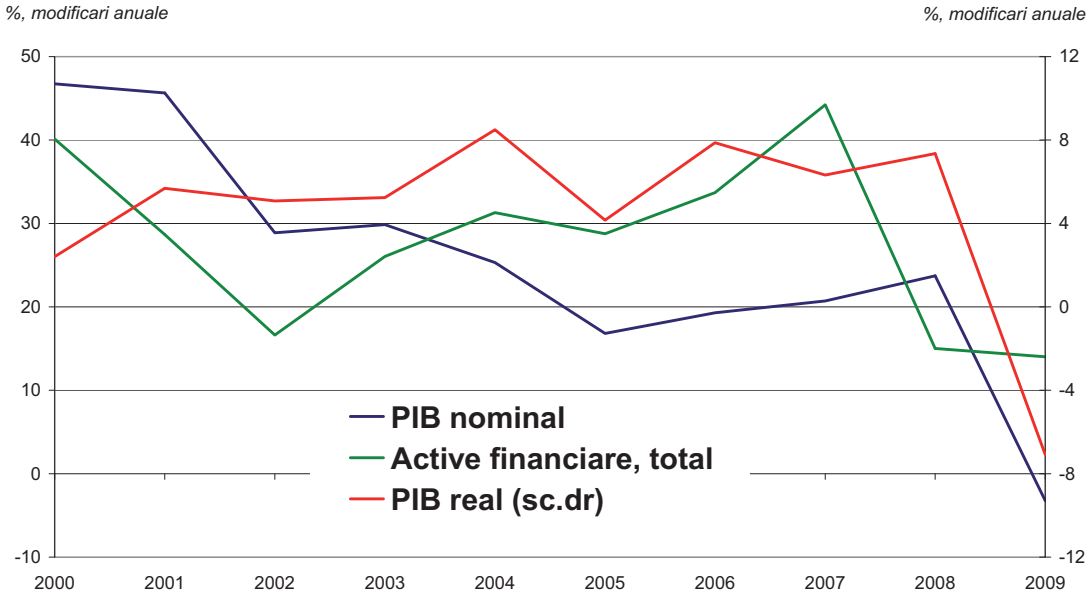
%, modificari anuale, termeni nominali



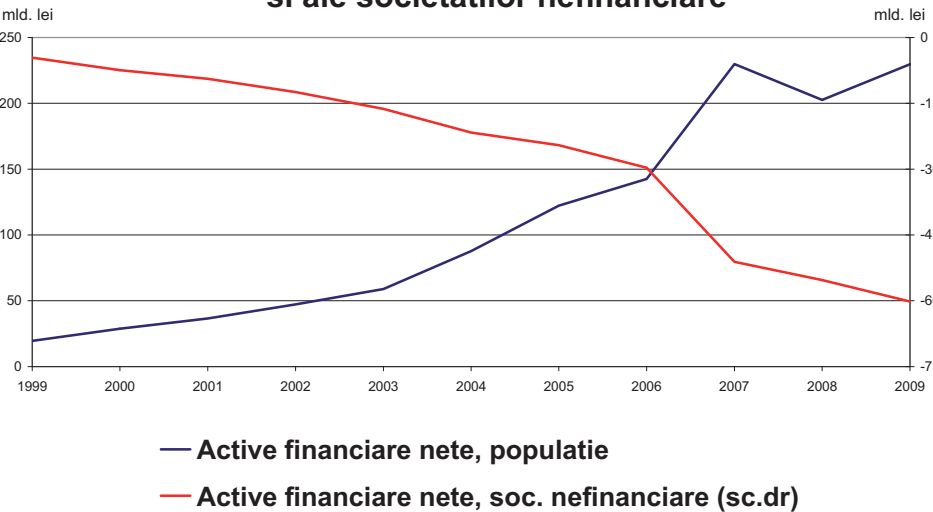
Sursa: INS, calcule BNR

Masa monetară și principalele componente

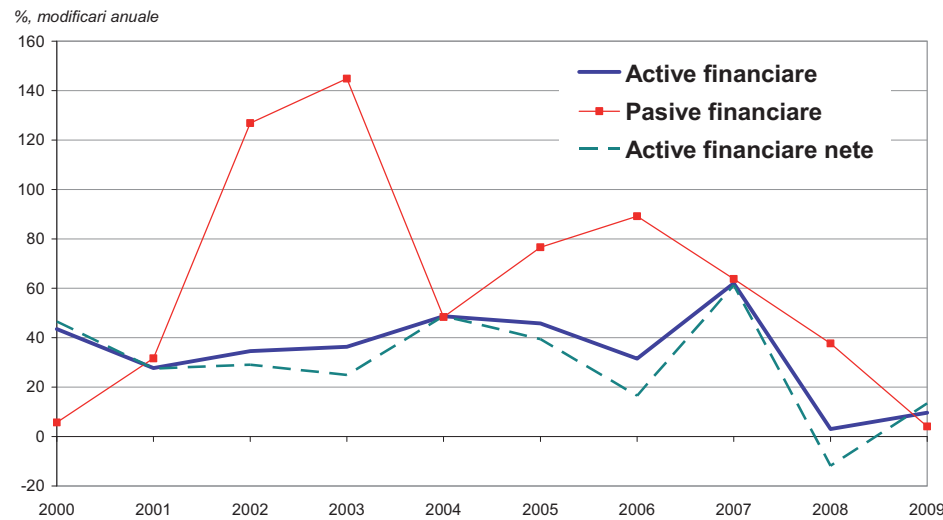
Activele financiare și PIB-ul



Activele financiare nete ale populației și ale societăților nefinanciare



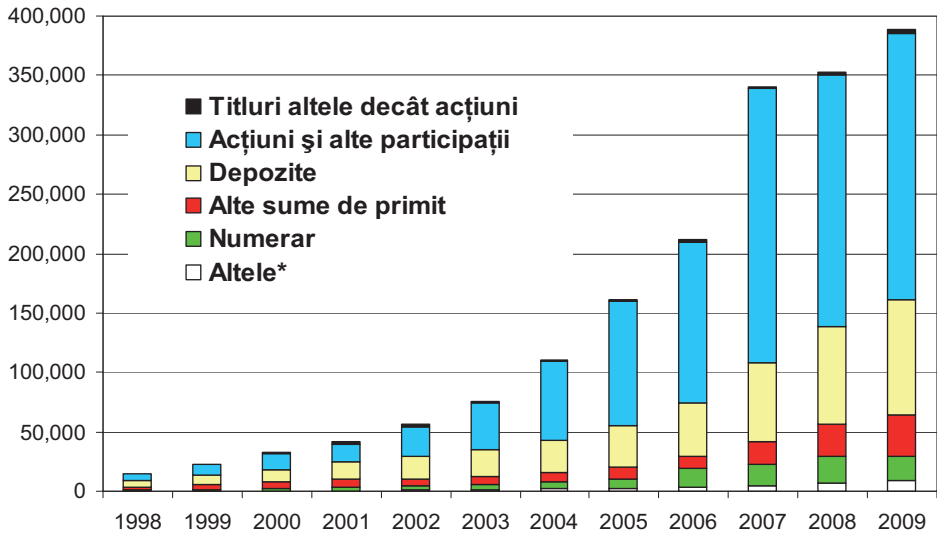
Activele financiare nete ale populației



Masa monetară și principalele componente

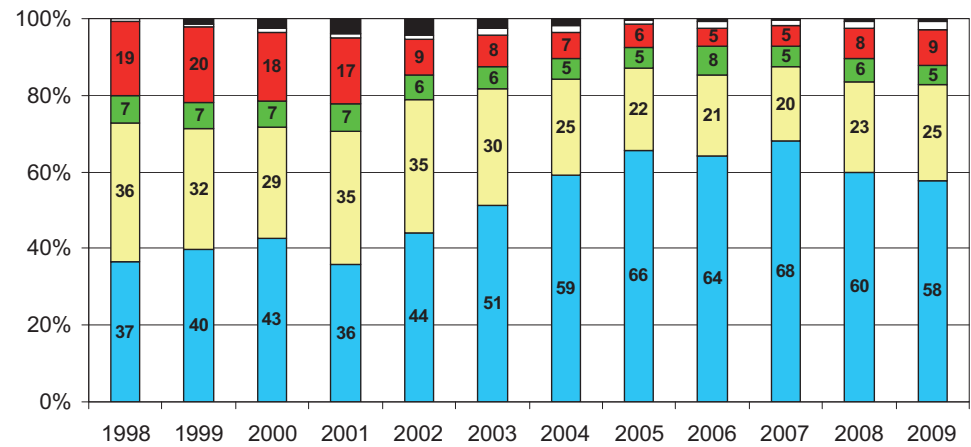
Activele financiare ale populației

milioane lei, date consolidate



* Rezerve tehnice de asigurare, credite

Structura activelor financiare ale populației



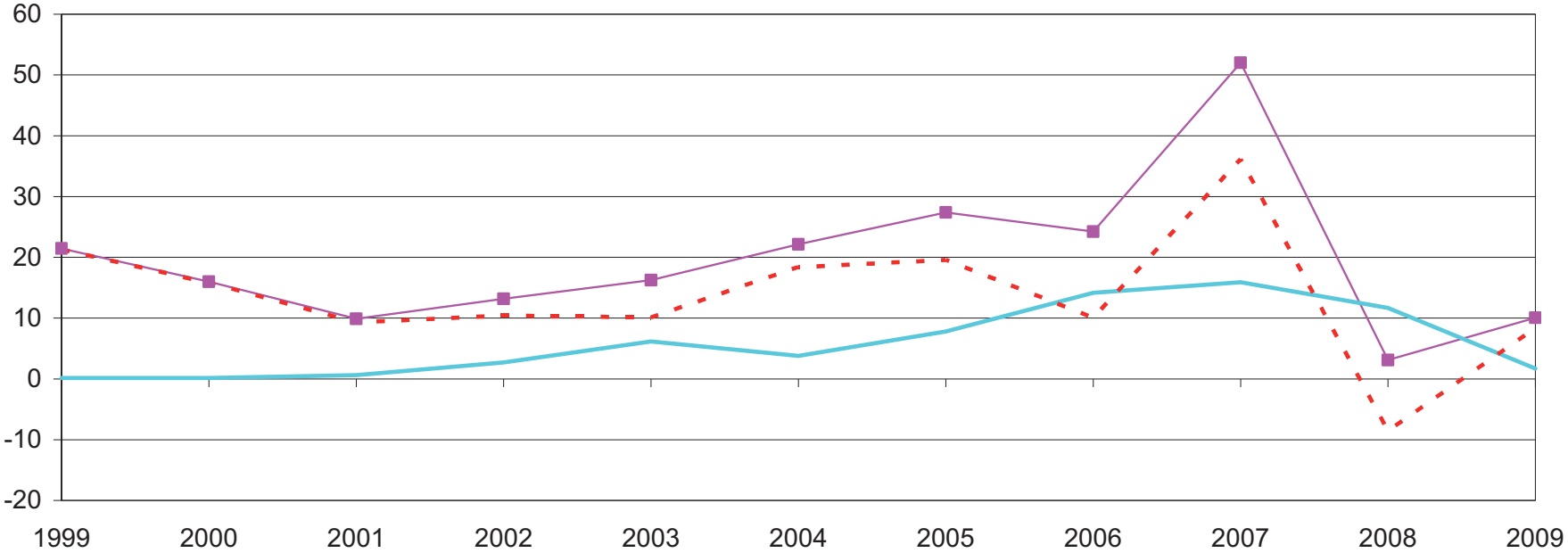
- Acțiuni și alte participații
- Depozite
- Numerar
- Alte sume de primit
- Altele*
- Titluri altele decât acțiuni

* Rezerve tehnice de asigurare, credite

Masa monetară și principalele componente

Activele financiare ale populației

%, pe baza fluxurilor anuale



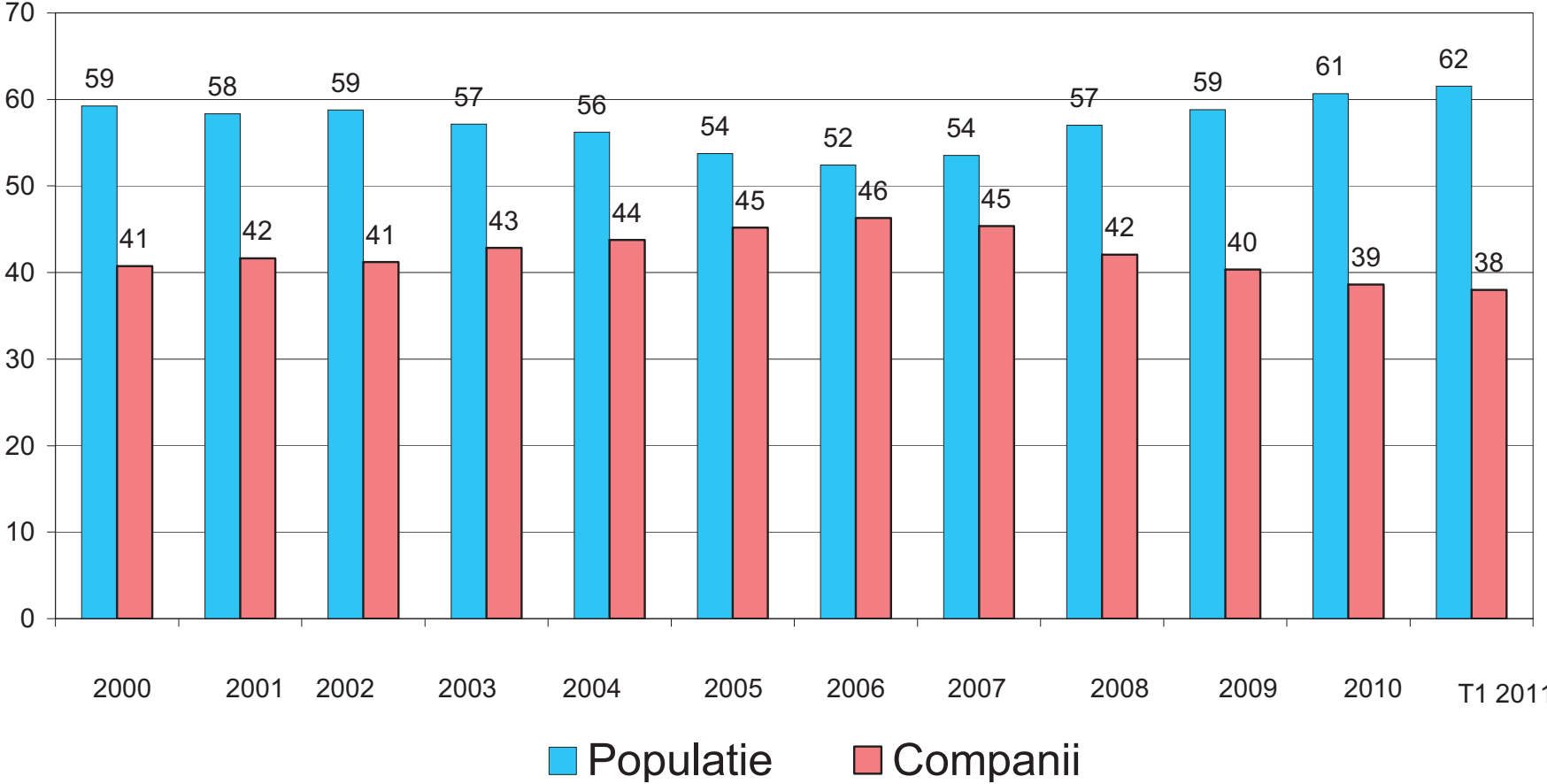
- Active financiare/Venit disponibil brut
- Pasive financiare/venit disponibil brut
- Active financiare nete/Venit disponibil brut

Sursa: BNR, INS, calcule DPM

Masa monetară și principalele componente

Structura M3 pe sectoare instituționale

%, media perioadei



calculare DPM

Diferența până la 100% aparține administrației publice locale

Masa monetară și principalele componente

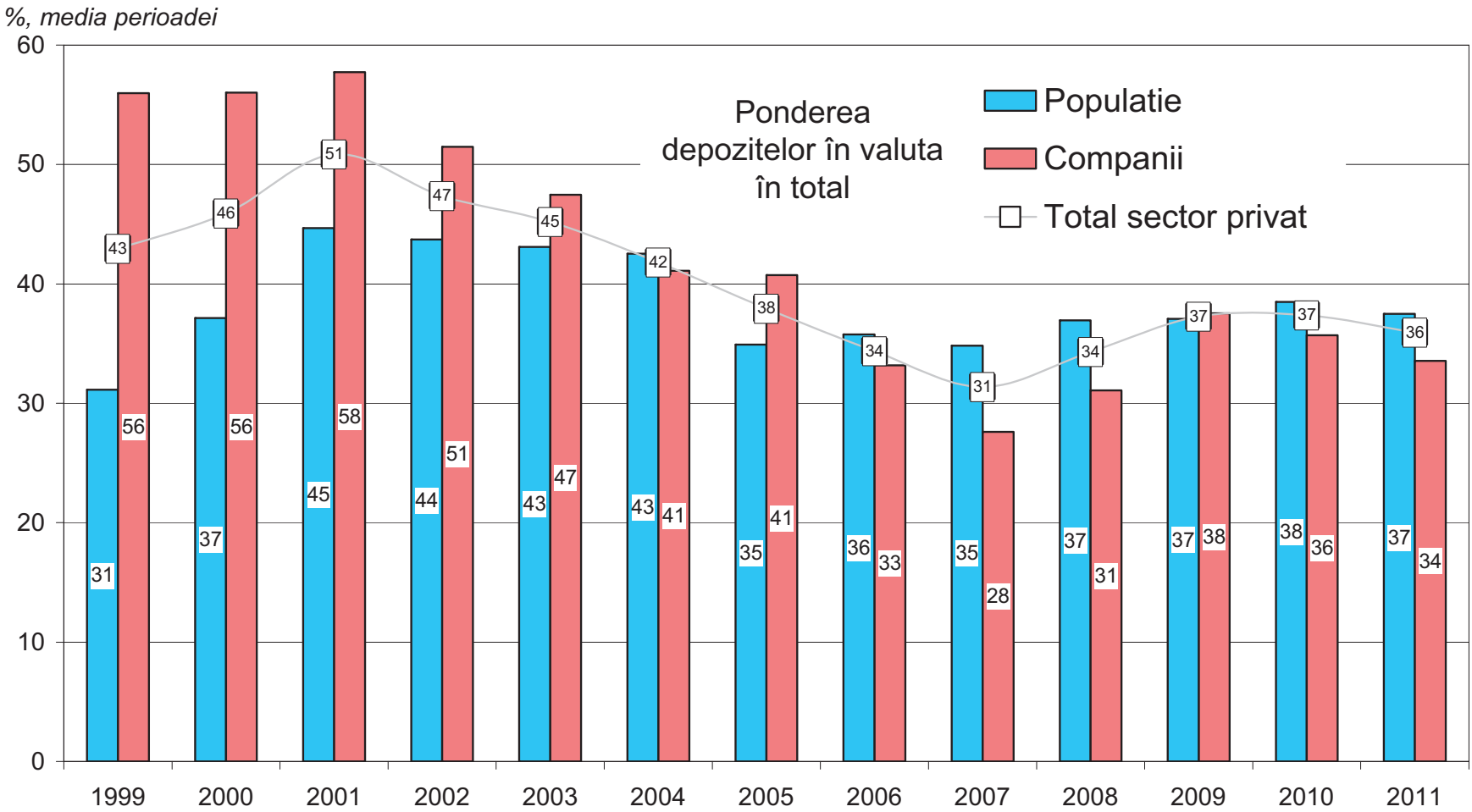
Ritmul de creștere anuală a depozitelor companiilor

%, termeni reali, media perioadei



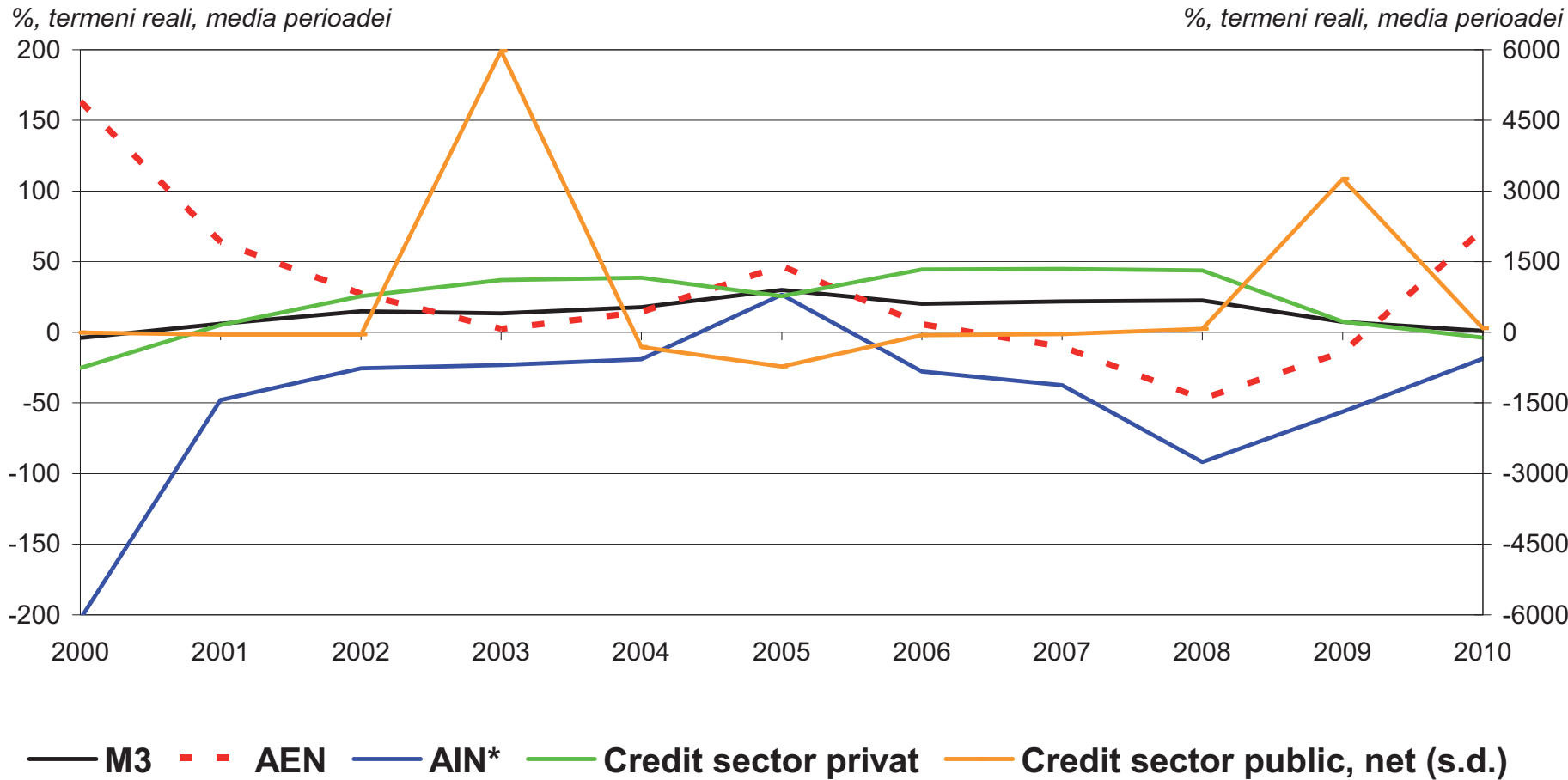
— Total —○— ON in lei - - - ON in valuta - * - Termen in lei —■— Termen in valuta

Structura pe monede a depozitelor



Contrapartidele masei monetare

Ritmul de crestere anuala a contrapartidelor M3

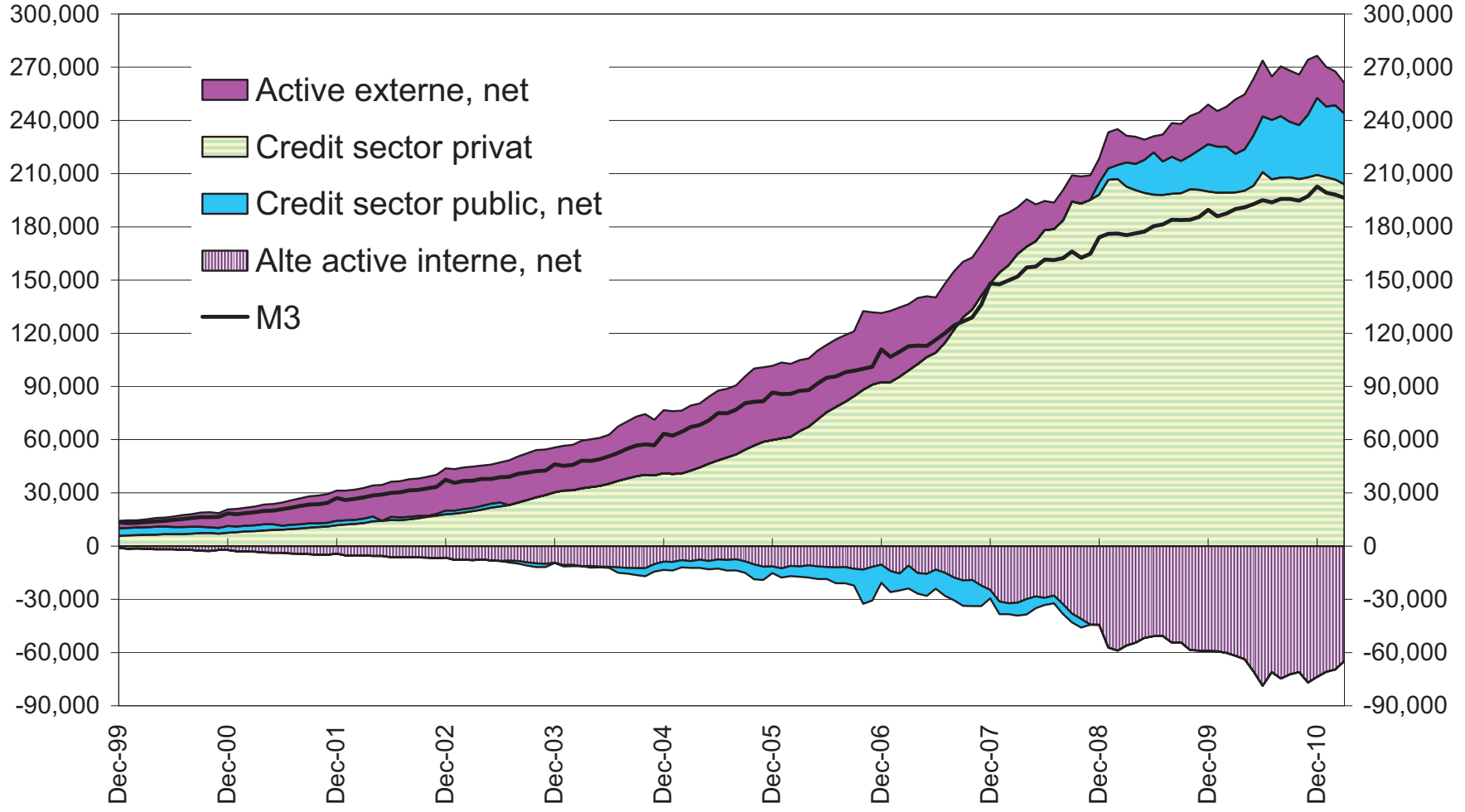


* Pasive financiare cu scadenta > 2 ani, conturi de capital, alte active/alte pasive

Contrapartidele masei monetare

Contrapartidele masei monetare

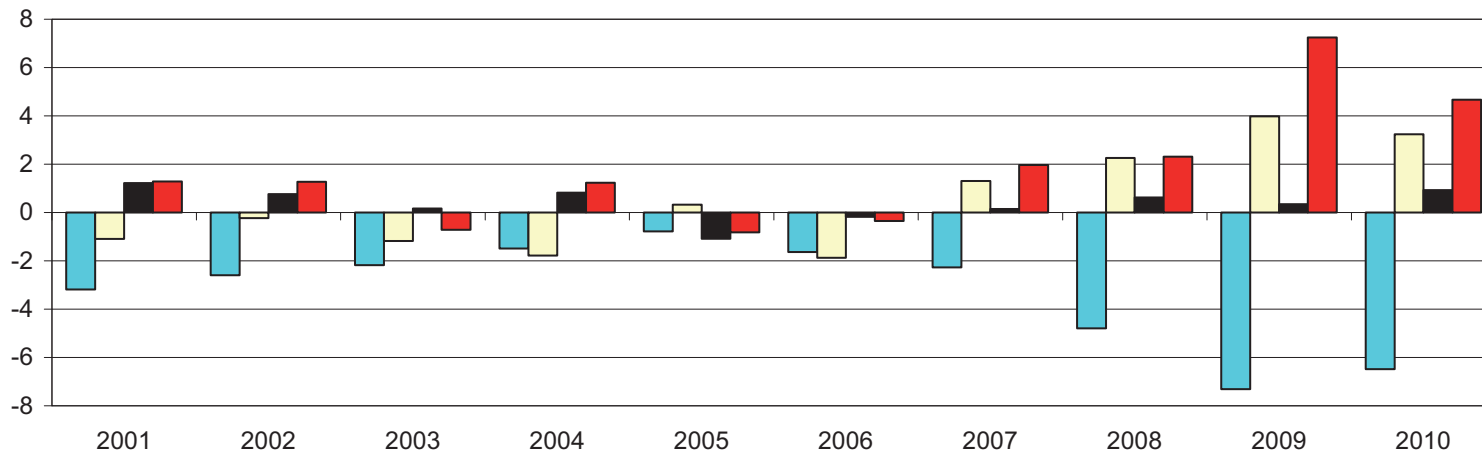
milioane lei, sfarsitul perioadei



Contrapartidele masei monetare

Deficitul bugetului general consolidat, surse de finanțare internă a acestuia și datoria publică internă

fluxuri anuale, % din PIB



■ Deficit buget general consolidat

■ Credit guvernamental net*

■ Titluri de stat deținute de rezidenți nebancari

■ Datoria publică internă**

Sursa: MFP, BNR, calcule DPM

* Semnul negativ reprezintă poziția creditoare față de bănci

** Exclusiv împrumuturile din Trezoreria Statului

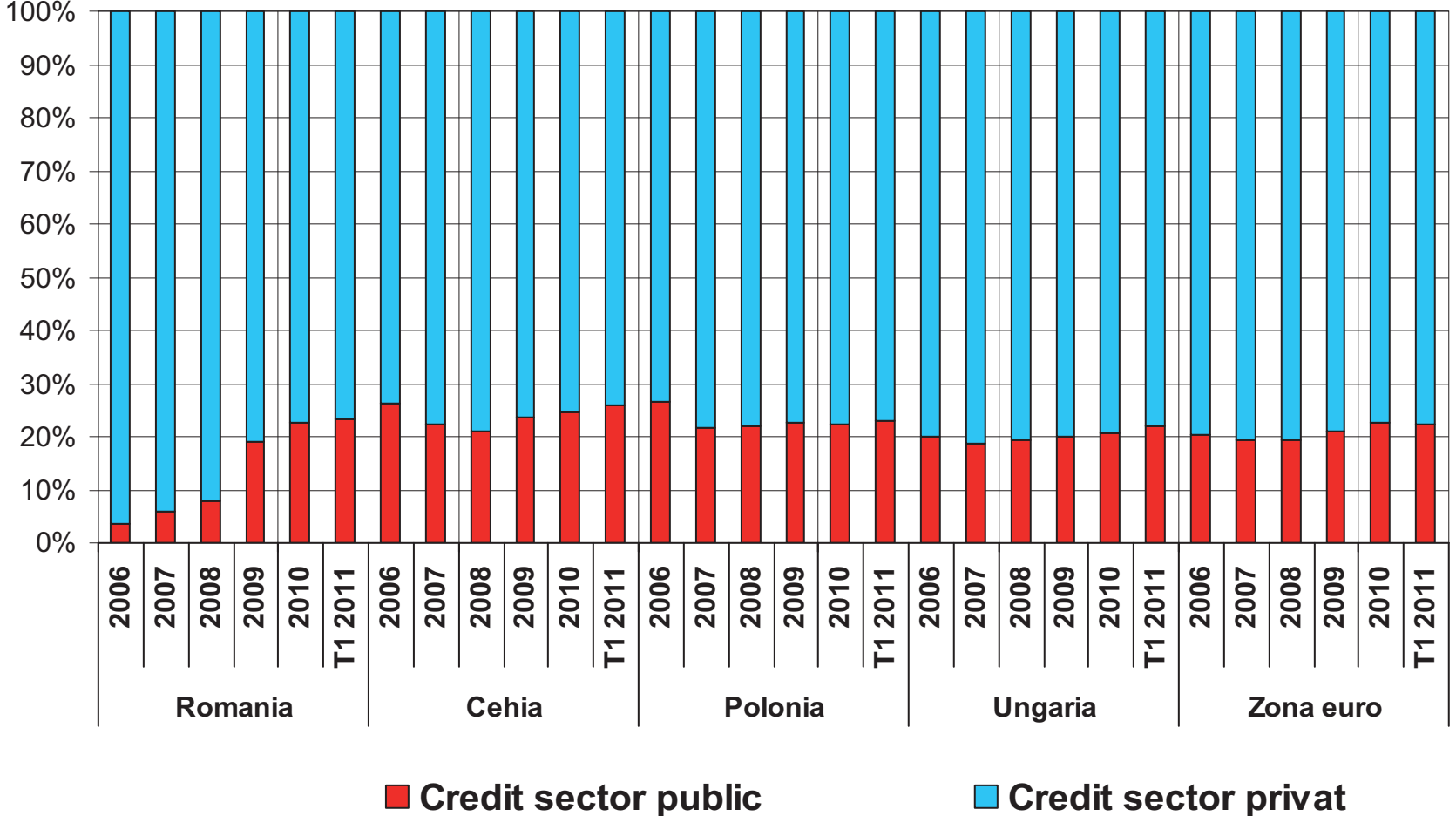
Evoluția cheltuielilor bugetare cu personalul și cu asistența socială

		2007					2008					2009					2010				
		Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL	Q2	Q3	Q4	Q1	TOTAL	Q3	Q4	Q1	Q2	TOTAL	Q4	Q1	Q2	Q3	TOTAL
% in PIB anual	Cheltuieli de personal	1.4	1.6	1.5	1.7	6.2	2.2	2.2	2.1	2.5	8.9	2.6	2.4	2.2	2.2	9.4	2.3	2.4	1.9	1.8	8.3
	Cheltuieli de asistență soc	2.2	2.1	2.2	2.7	9.2	2.4	2.5	2.5	3.1	10.5	3.0	3.2	3.2	3.4	12.8	3.4	3.4	3.2	3.3	13.4
	TOTAL	3.5	3.8	3.6	4.4	15.4	4.6	4.7	4.6	5.6	19.4	5.6	5.7	5.4	5.6	22.2	5.7	5.8	5.1	5.1	21.7
% in total cheltuieli BGC	Cheltuieli de personal	21.5	20.7	19.3	15.3	18.7	27.6	24.0	23.9	21.6	24.0	27.8	26.6	21.9	21.1	24.2	25.5	24.5	20.2	15.9	21.2
	Cheltuieli de asistență soc	34.4	26.9	28.2	25.2	28.1	30.8	28.0	28.8	26.9	28.5	32.8	35.1	32.2	32.2	33.0	38.1	35.3	34.4	29.2	34.0
	TOTAL	55.9	47.6	47.4	40.5	46.8	58.4	51.9	52.7	48.5	52.4	60.6	61.7	54.1	53.3	57.2	63.6	59.8	54.6	45.1	55.2

*Sursa: execuțiile lunare ale BGC publicate de către MFP (comparabilitatea datelor poate fi afectată de modificări ale sferei de cuprindere a BGC)

Structura creditului intern comparatie cu alte tari din UE

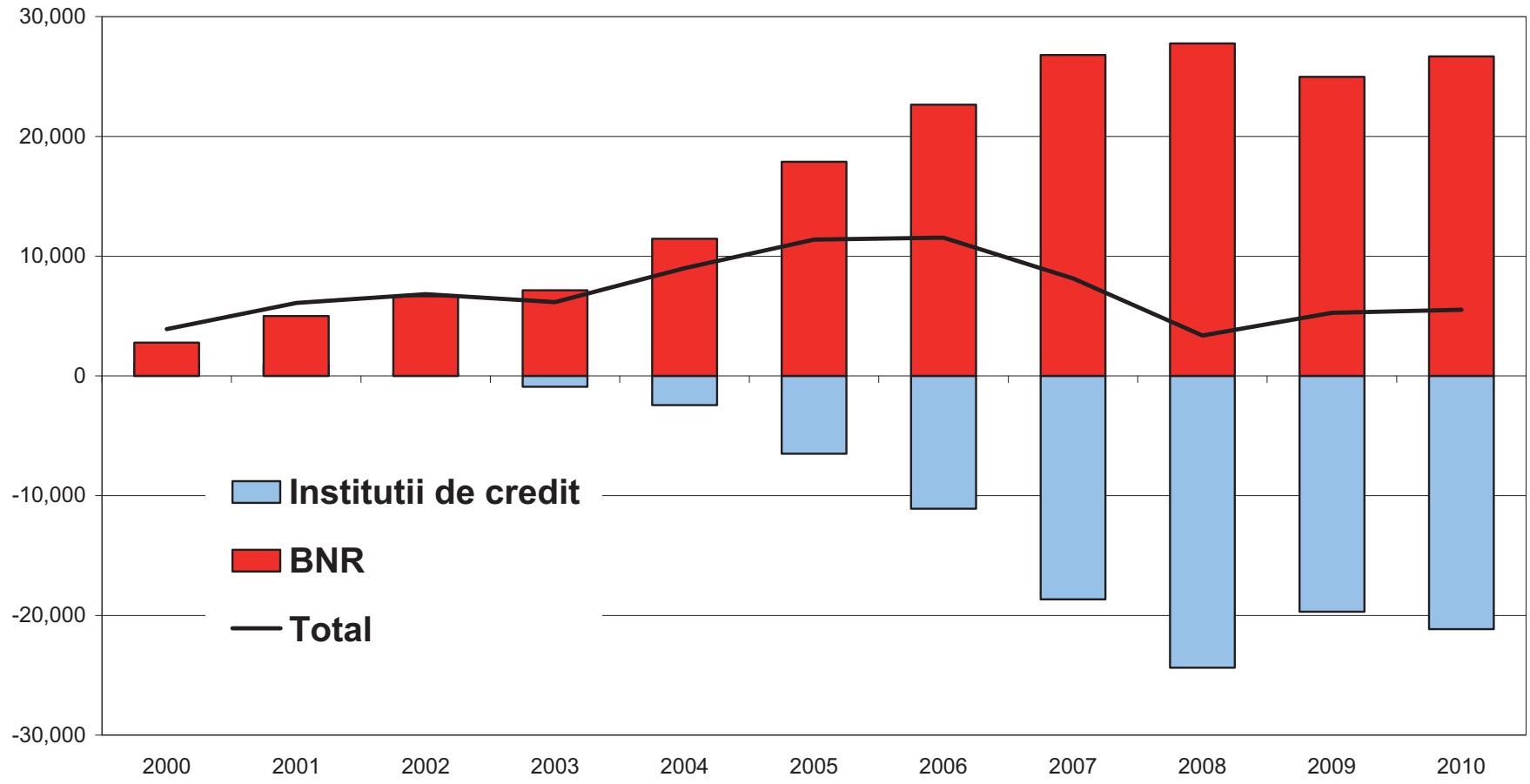
sfarsitul perioadei



Sursa: BCE, banci centrale nationale, calcule DPM

Activele externe nete ale sistemului bancar

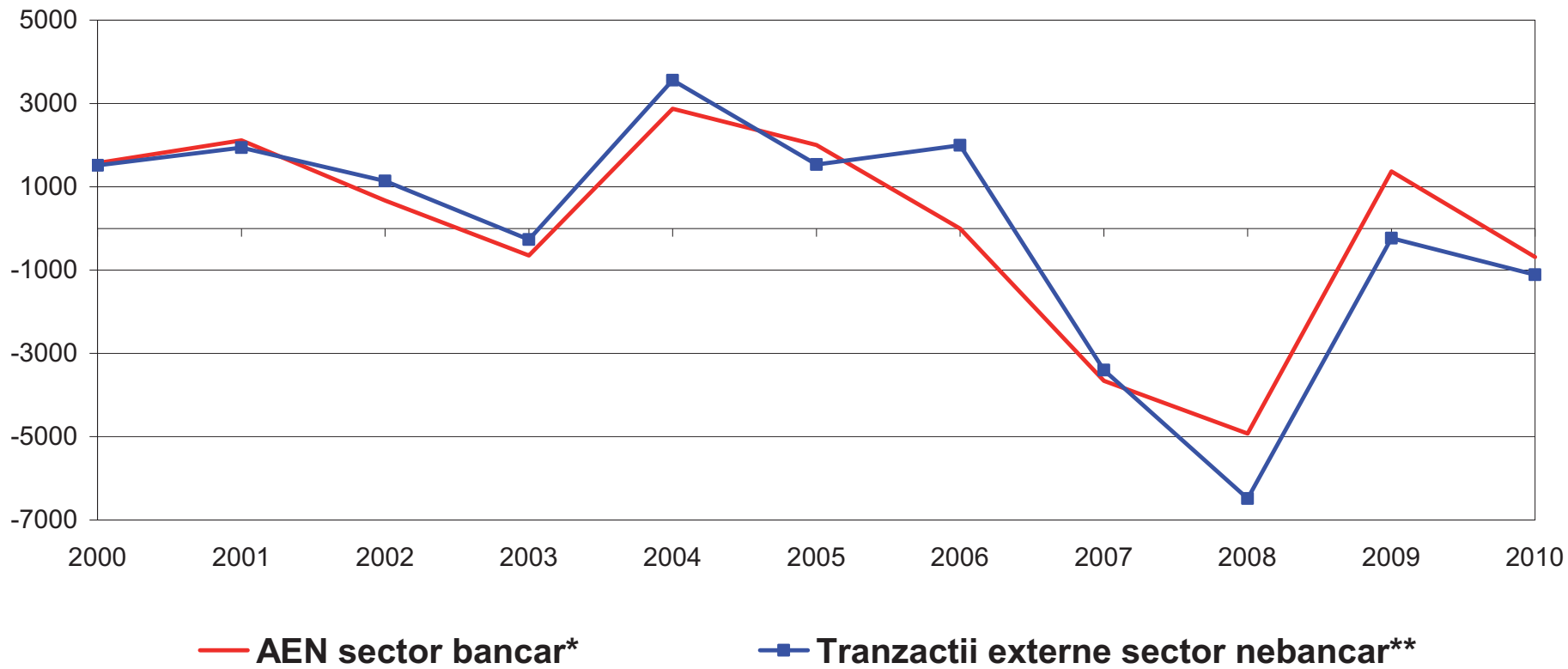
mln.euro, sfarsitul perioadei



Contrapartidele masei monetare

Active externe nete ale sistemului bancar si prezentarea monetara a BP

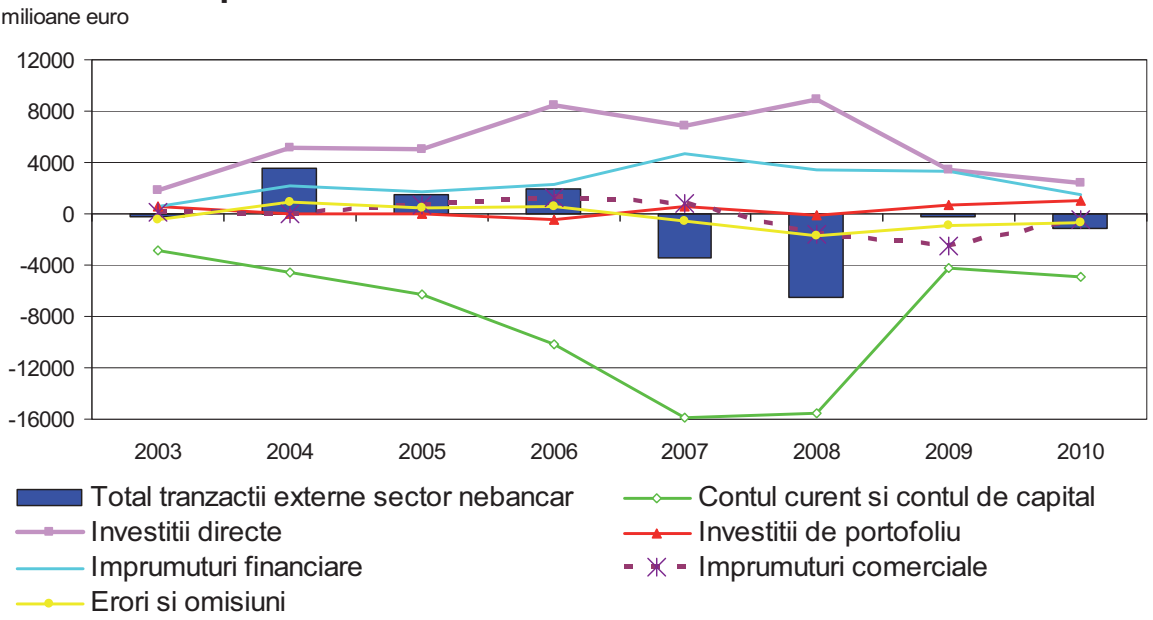
milioane euro



* Modificari stoc, excl. aur monetar
** Incl. participatii in banci si profit reinvestit
Sursa: BNR, calcule DPM

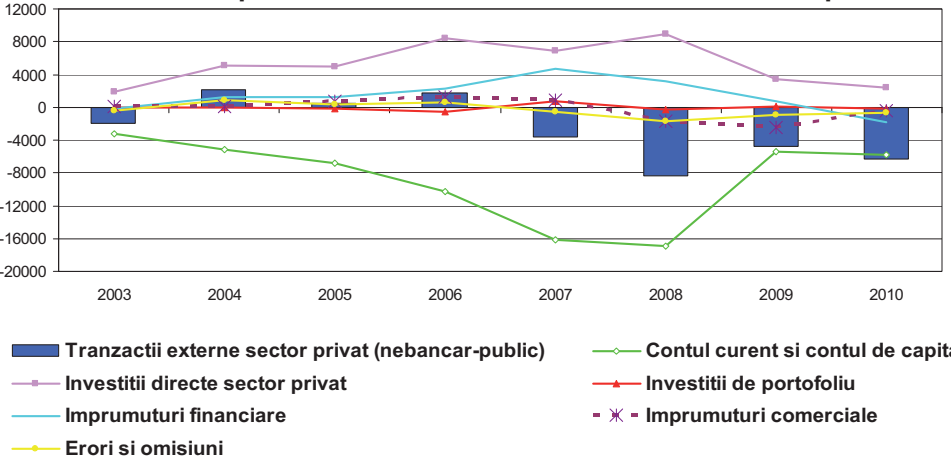
Contrapartidele masei monetare

Principalele tranzactii externe nete ale sectorului nebancaar

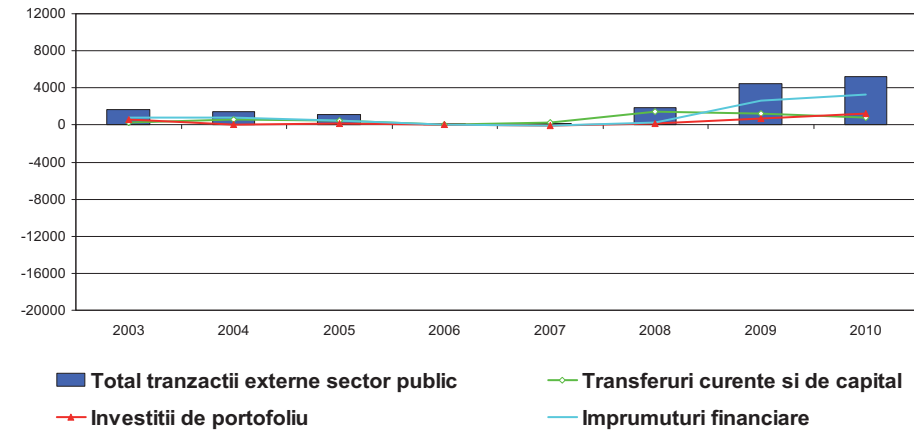


Sursa: BNR, calcule DPM

Principalele tranzactiile externe nete ale sectorului privat



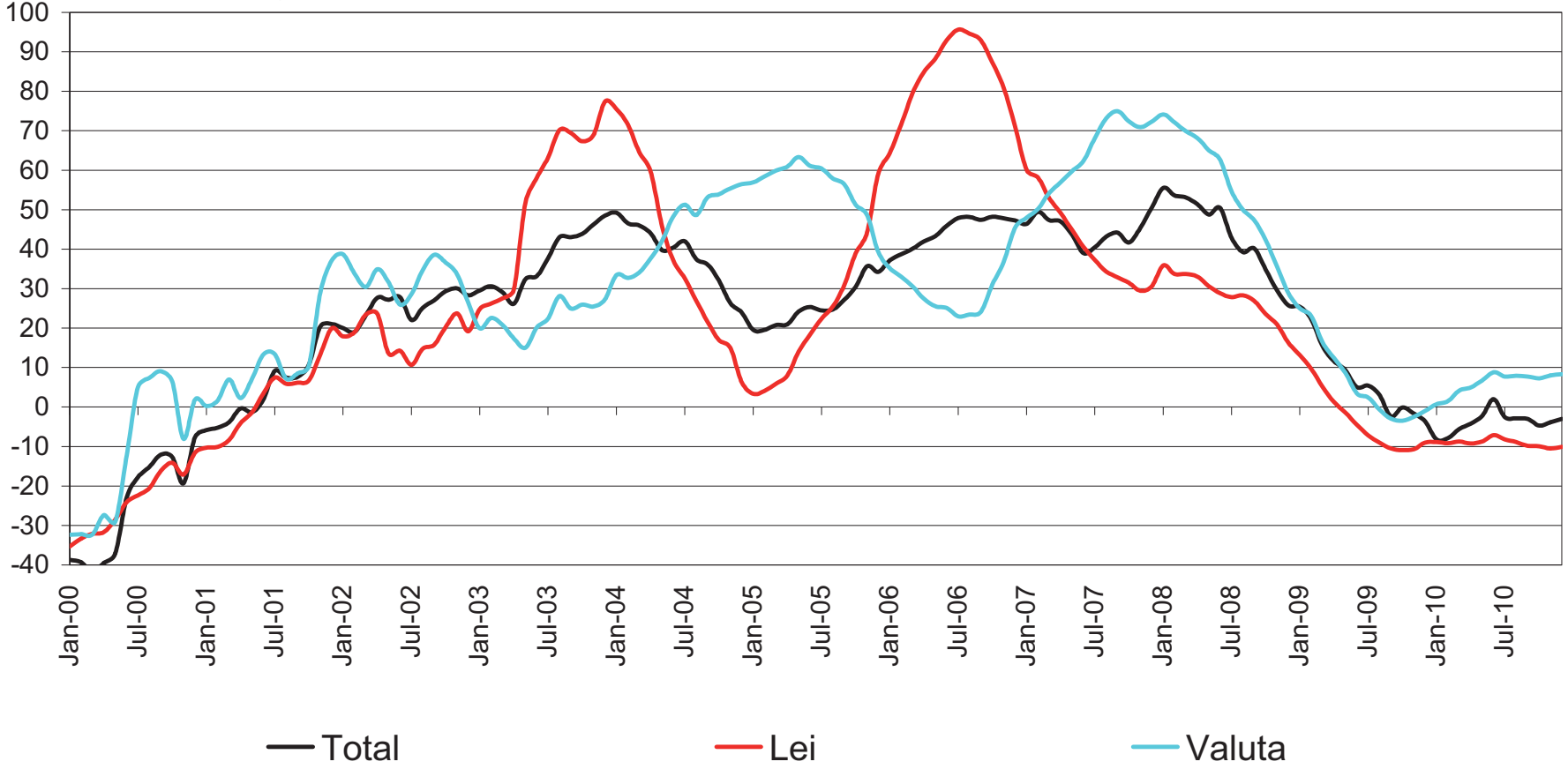
Principalele tranzactiile externe nete ale sectorului public



Contrapartidele masei monetare

Ritmul de crestere anuala a creditului acordat sectorului privat

%, termeni reali, sfarsitul perioadei



Contrapartidele masei monetare

Factorii principali ai cererii și ai ofertei de credite – 2000-2007/2008:

Oferta de credite

- (i) intensificarea concurenței bancare;
- (ii) îmbunătățirea percepției privind bonitatea potențialilor clienți și scăderea riscului de selecție adversă;
- (iii) câștigurile superioare oferite de creditele interne față de plasamentele externe;
- (iv) prezența unui exces semnificativ de lichiditate pe piața monetară și valutară;
- (v) creșterea finanțării externe a instituțiilor de credit.

Cererea de credite

- (i) revigorarea și menținerea robusteții creșterii economice, îmbunătățirea situației financiare a firmelor;
- (ii) majorarea veniturilor populației și revitalizarea comportamentului de consum al acestui segment;
- (iii) scăderea costurilor creditelor în anumite perioade, ca efect al reducerii deprecierii monedei naționale față de euro și ulterior al aprecierii acesteia (2005-2007), precum și ca urmare a diminuării ratelor dobânzilor active în lei;
- (iv) extinderea sistemului ofertelor promoționale practicate de instituțiile de credit,
- (v) creșterea prețurilor activelor imobiliare (implicat a valorii garanțiilor pentru creditele ipotecare)
- (vi) accesul tot mai larg la împrumuturile în franci elvețieni.

În sens opus - impactul măsurilor de politică monetară, precum și al celor de natură prudențială și administrativă, adoptate în această perioadă de BNR în scopul temperării procesului de creditare: (i) accentuarea, în anumite intervale, a restrictivității politicii ratei dobânzii; (ii) majorarea succesivă a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută și înăsprirea treptată a regimului acestor rezerve; (iii) implementarea unor măsuri prudențiale și administrative destinate temperării creșterii creditelor populației și respectiv a celor în valută și (iv) majorarea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei.

Factorii principali ai cererii și ai ofertei de credite – 2008-2010:

Oferta de credite:

- (i) înăsprirea cerințelor de provizionare a creditelor în valută;
- (ii) creșterea costurilor resurselor atrase de la băncile-mamă;
- (iii) restrângerea treptată a accesului băncilor la finanțarea externă în contextul crizei internaționale;
- (iv) diminuarea excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar, și mai apoi apariția/consolidarea poziției nete deficitare a lichidității din sistemul bancar (2008-2009);
- (v) sporirea prudenței băncilor, motivată de înrăutățirea așteptărilor privind evoluțiile economice și financiare (de natură să crească dificultatea gestionării mărimii și/sau a structurii propriilor bilanțuri), de creșterea riscului de selecție adversă și de reevaluarea profilului de risc al clienților;
- (vi) reorientarea acestor instituții către alte categorii de plasamente cu grad relativ mai ridicat de lichiditate (titluri de stat și într-o oarecare măsură, active externe).

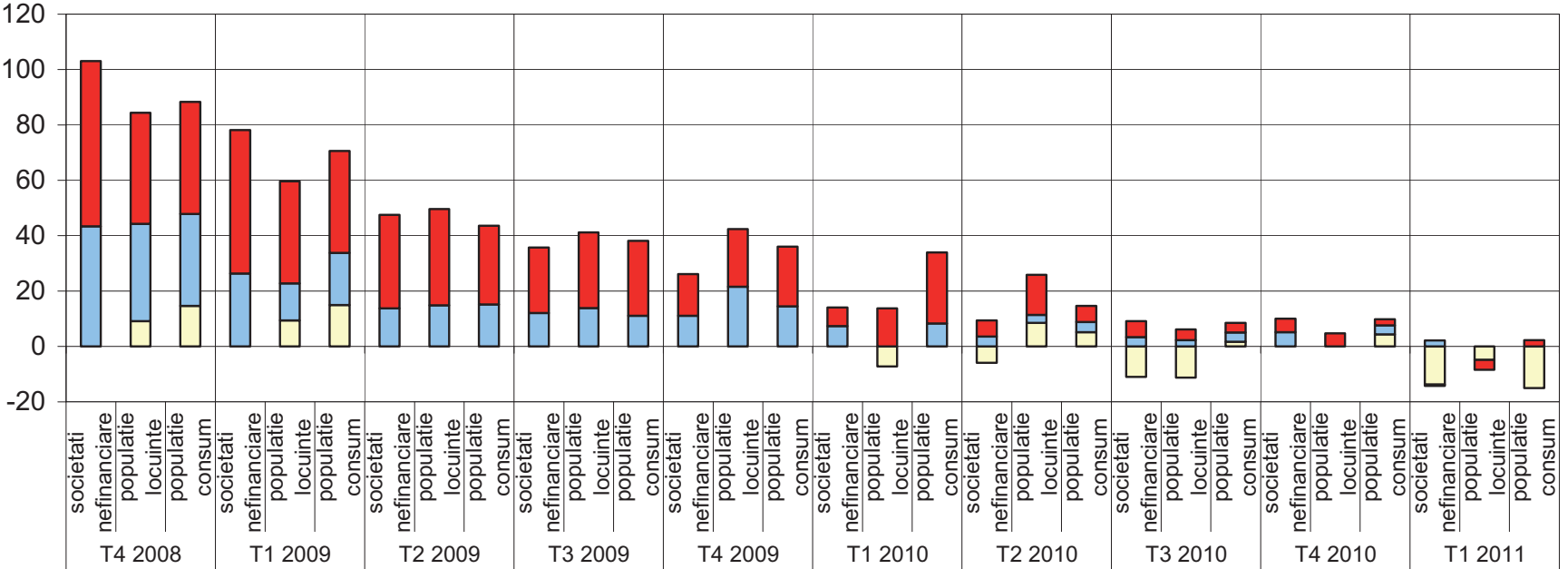
Cererea de împrumuturi:

- (i) potențiala atingere a pragului de suportabilitate a îndatorării de către segmentul populației cu venituri reduse;
- (ii) apariția și ulterior accentuarea temerilor populației legate de perspectiva locului de muncă și a veniturilor;
- (iii) creșterea și menținerea la valori ridicate a majorității ratelor dobânzilor aferente creditelor noi și celor contractate anterior, deprecierea leului (2008) și sporirea incertitudinii privind traiectoria cursului de schimb.

Contrapartidele masei monetare

Factorii care au contribuit considerabil / intr-o anumita masura la modificarea standardelor de creditare

%, procente nete, medie



■ Competitia bancara
 ■ Constrangeri bilantiere ale bancilor
 ■ Perceptia riscului de credit

Perceptia riscului de credit include: asteptarile referitoare la situatia economica generala, riscul asociat sectorului in care activeaza compania, riscul asociat colateralului/garantiei solicitate, riscul asociat unei cresteri/scaderi rapide si accentuate a preturilor imobilelor (pentru creditele garantate cu ipoteci asupra imobilelor comerciale).

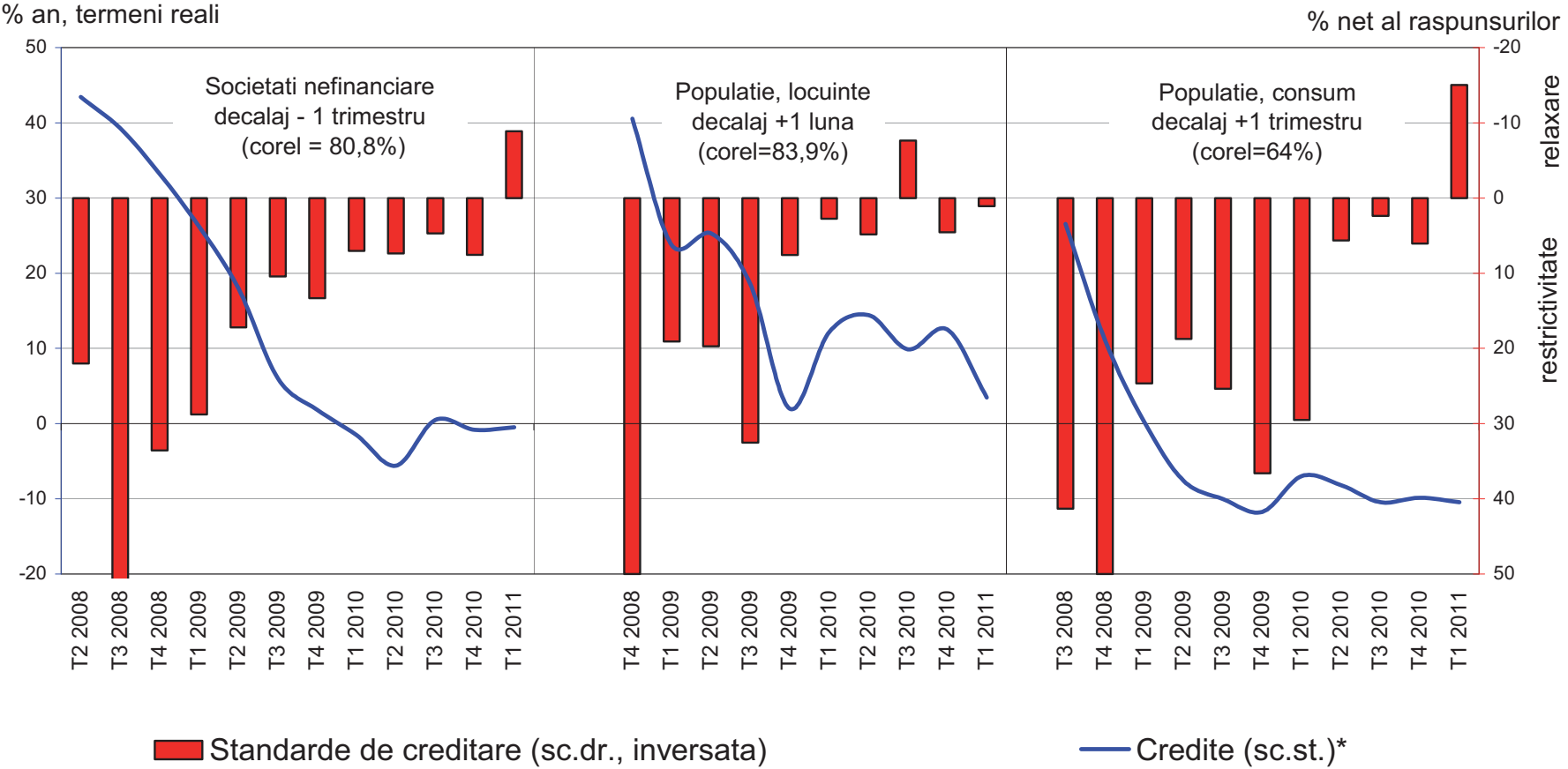
Constrangerile bilantiere ale bancilor includ: situatia actuala si asteptata a capitalului bancii, deciziile de politica monetara sau masurile de natura prudentiale ale BNR, modificarea ponderii creditelor neperformante in portofoliul bancii. Fiind legat mai strans de situatia financiara a bancilor, este un factor de natura ofertei.

Competitia se refera la presiunea concurentei din sectorul bancar, din cel nebanca, precum si la concurenta cu alte surse de finantare. Este considerata un factor al ofertei.

Sursa: BNR, INS, calcule DPM

Contrapartidele masei monetare

Modificarea standardelor de creditare si ritmul de crestere a creditului acordat societatilor nefinanciare si populatiei

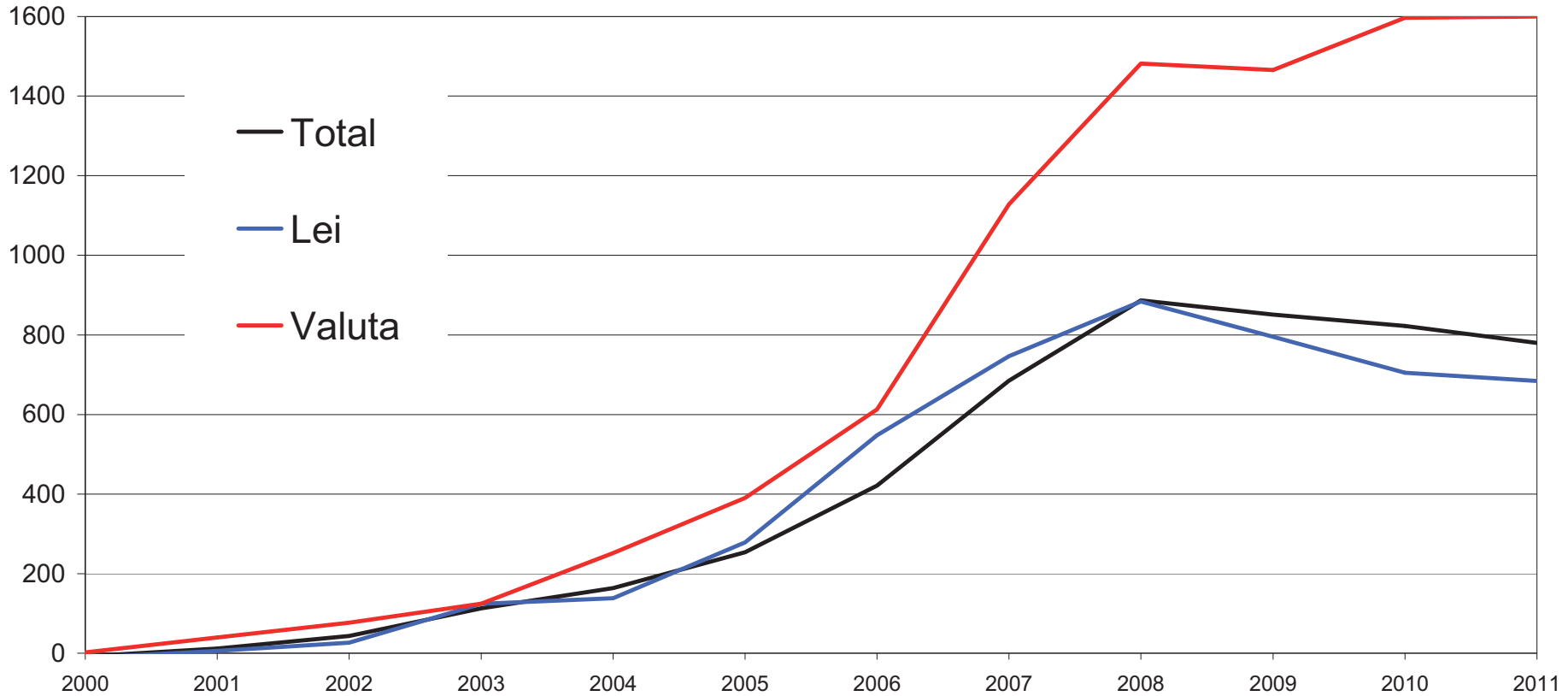


* Media trimestriala a ritmurilor de crestere anuala/ritmul de crestere anuala din prima luna urmatoare trimestrului analizat; T2 2011 estimat.
 Sursa: BNR, INS, calcule DPM

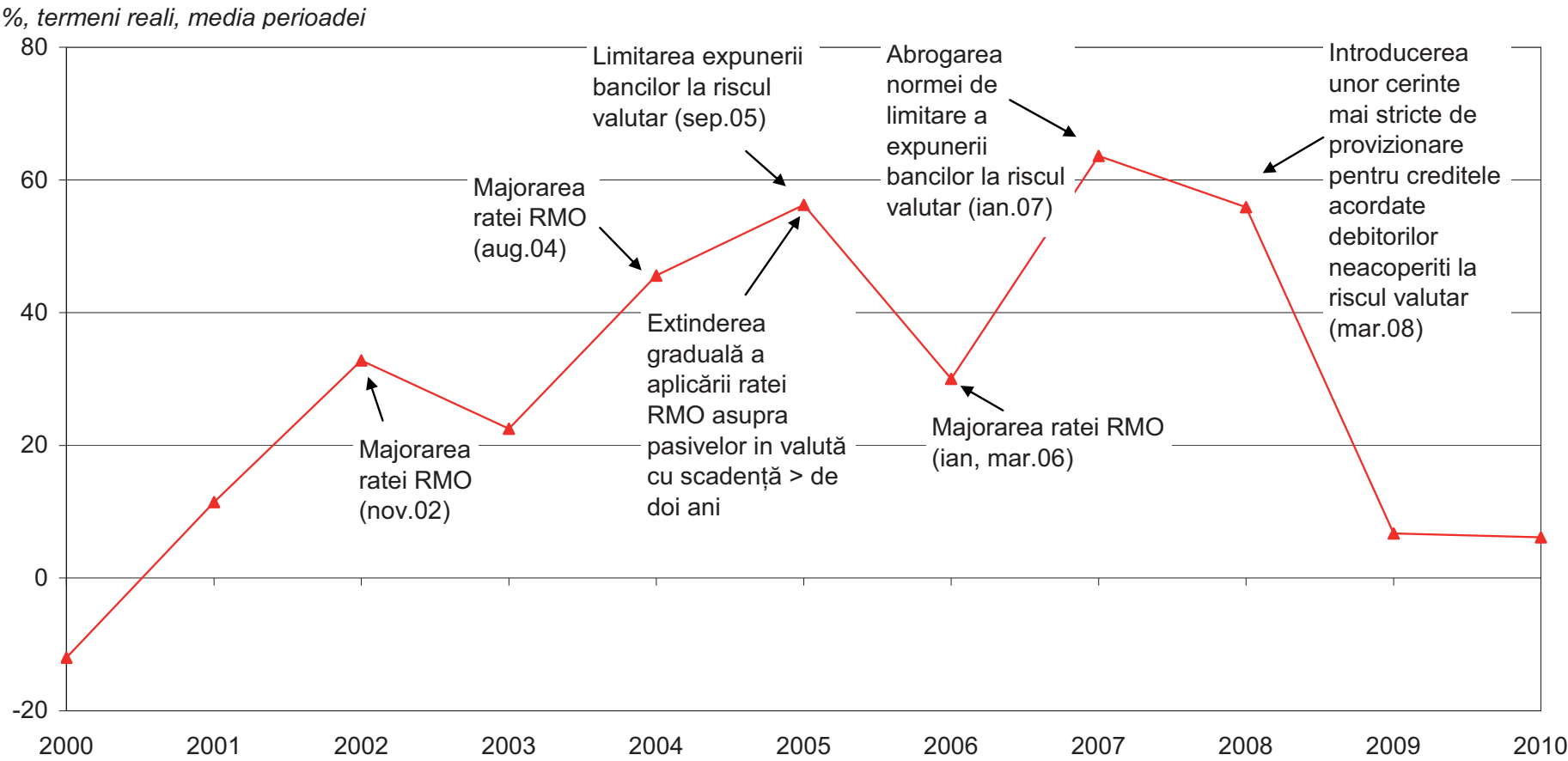
Contrapartidele masei monetare

Ritmul de crestere a creditului sectorului privat pe categorii de moneda

%, termeni reali, sfarsitul perioadei, dec. 1999=100



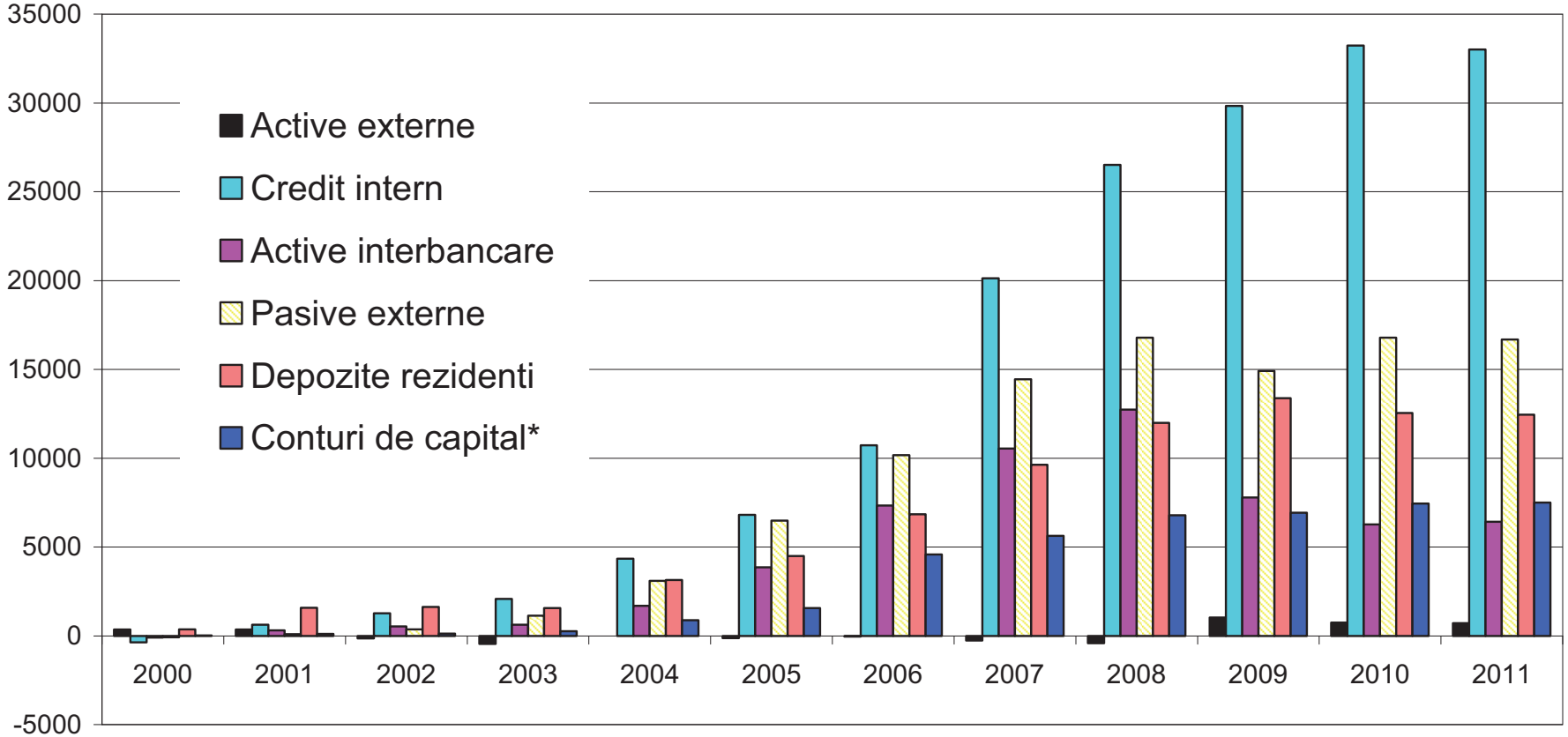
Ritmul de crestere anuala a creditului sectorului privat in valuta si masurile BNR pentru atenuarea acestuia



Contrapartidele masei monetare

Activele si pasivele in valuta ale institutiilor de credit

mil.euro, dec.1999=0

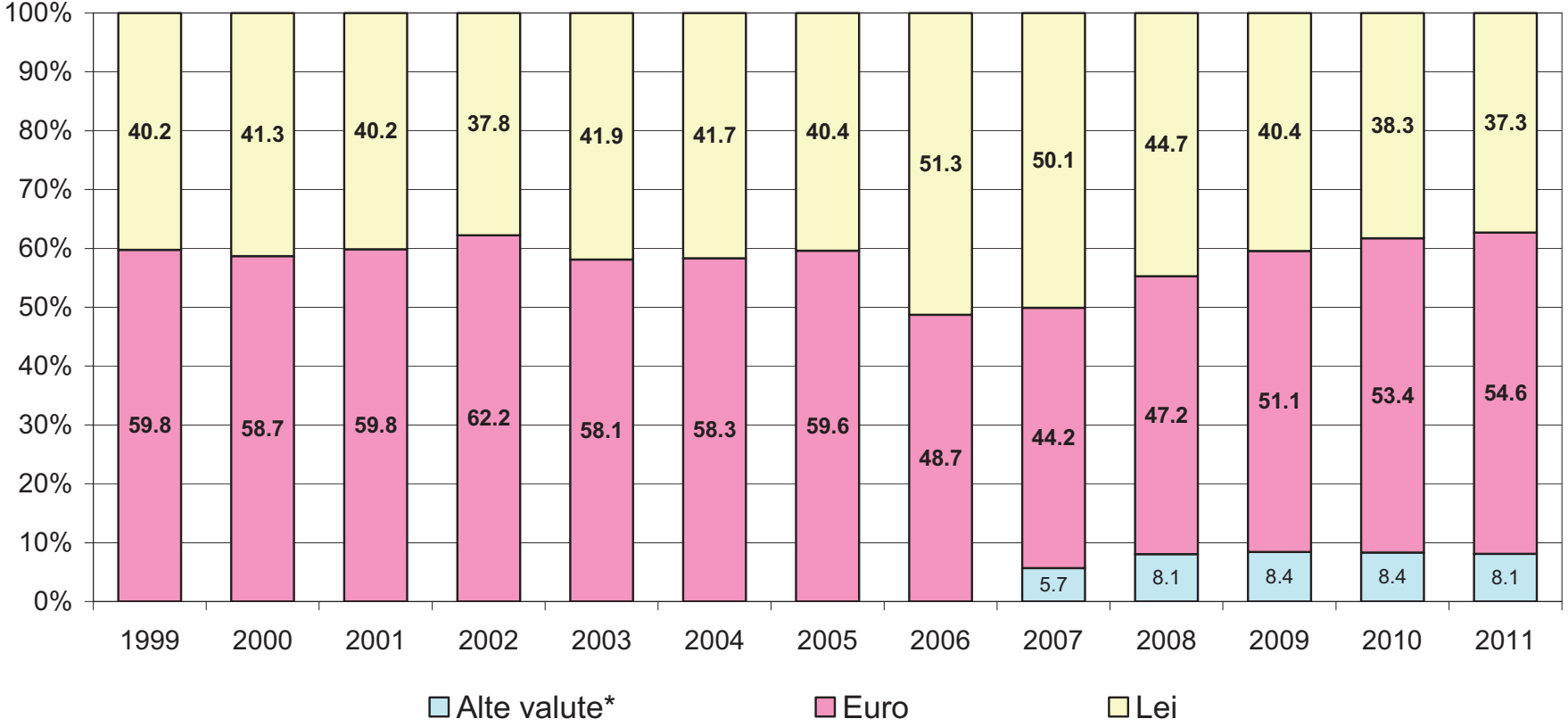


* Aproximate prin investitii directe nete fara credite intragrup ale nerezidentilor in sistemul bancar, din balanta de plati
 Sursa: BNR, calcule DPM

Contrapartidele masei monetare

Structura creditului sectorului privat

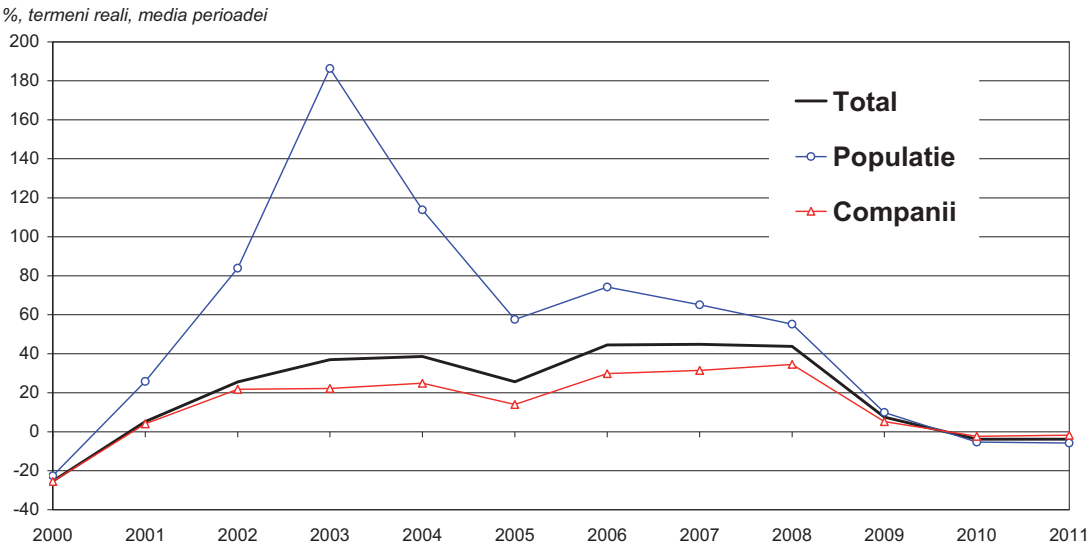
%, media perioadei



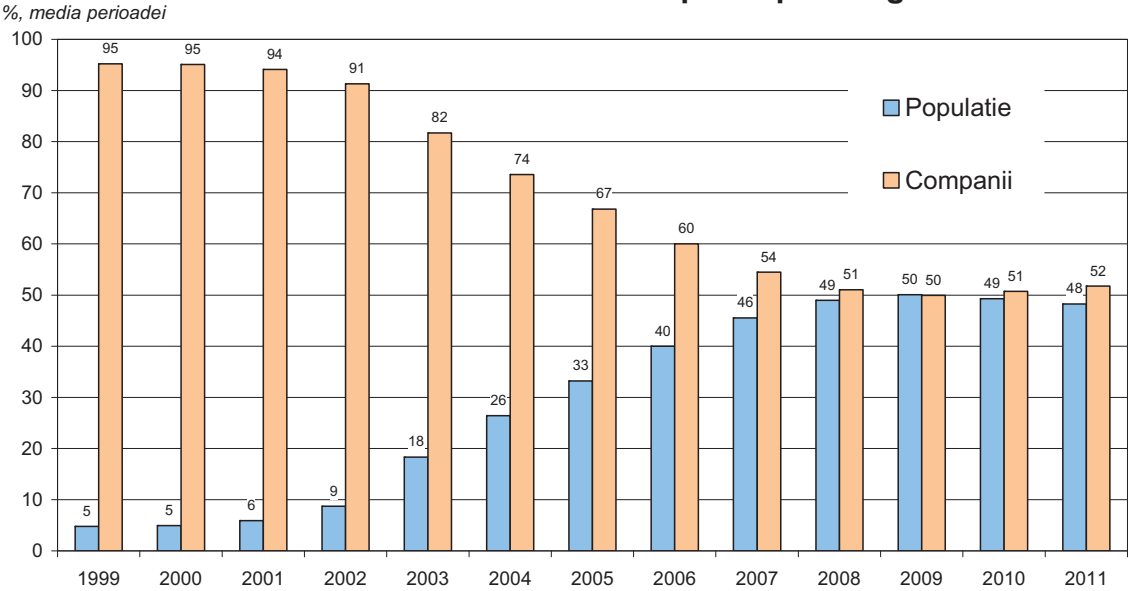
* Creditele in alte monede sunt disponibile din anul 2007

Contrapartidele masei monetare

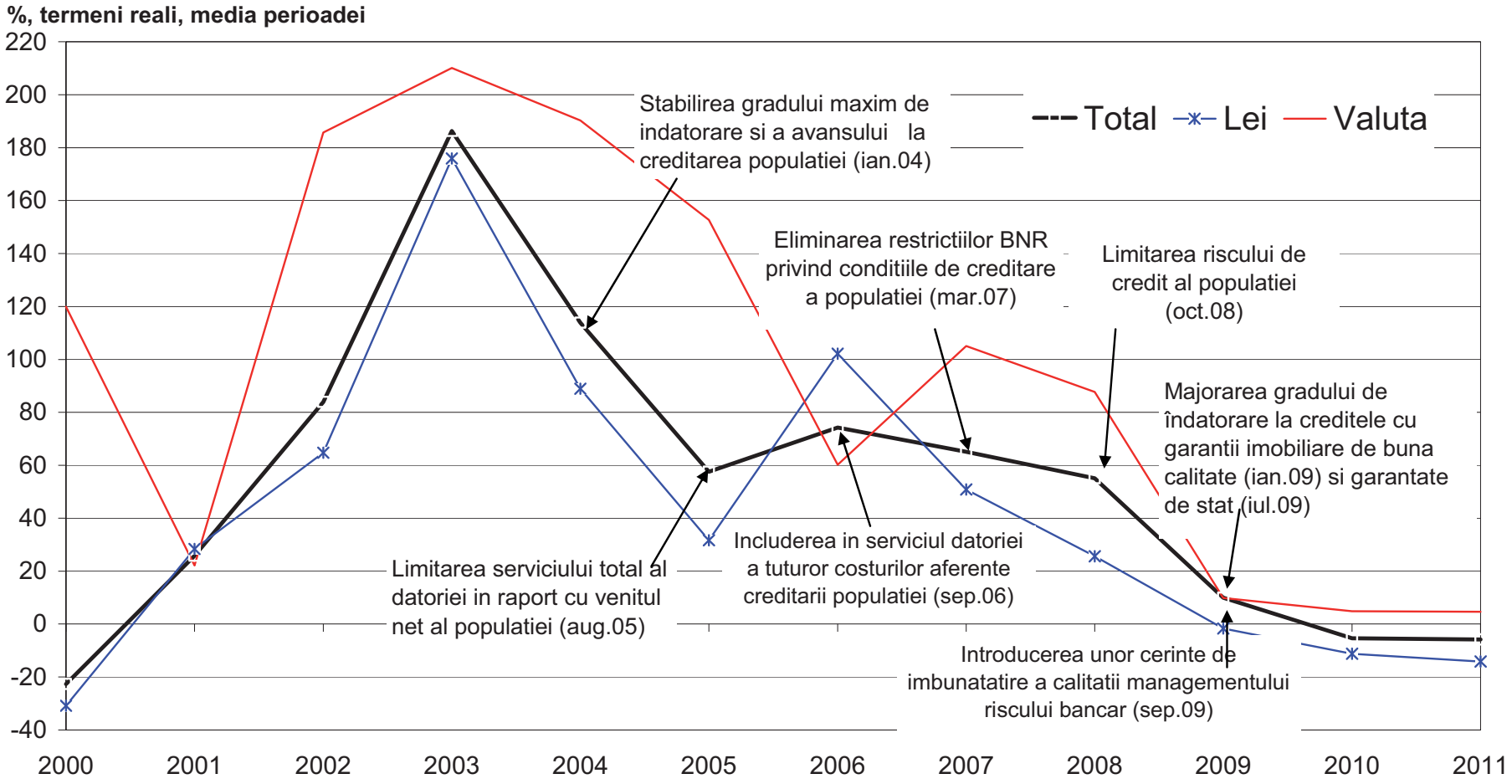
Ritmul de crestere anuala a creditului sectorului privat pe categorii de clienti



Structura creditului sectorului privat pe categorii de clienti

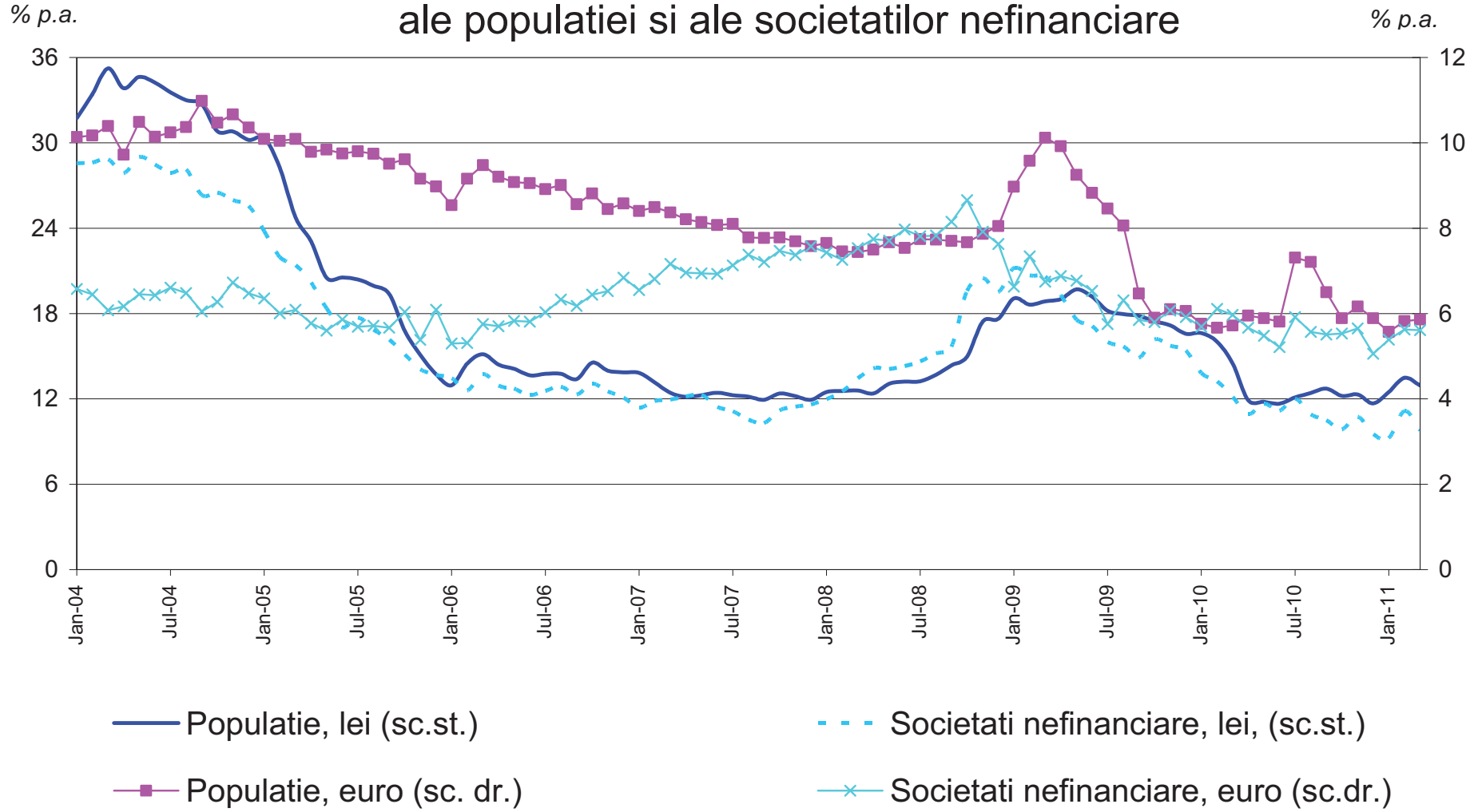


Ritmul de crestere a creditului populatiei si masurile prudentiale ale BNR



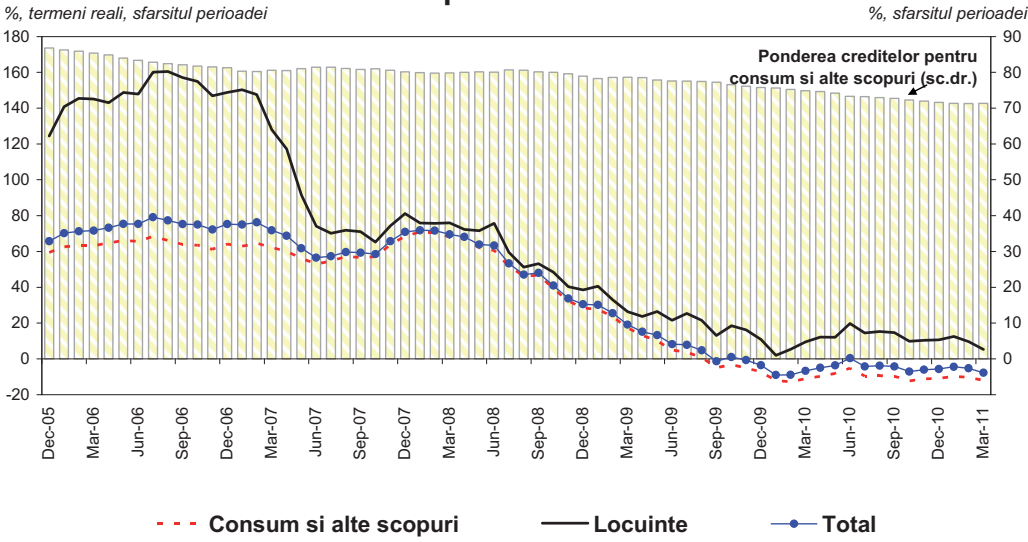
Contrapartidele masei monetare

Ratele dobanzilor la creditele noi in lei si in euro ale populatiei si ale societatile nefinanciare

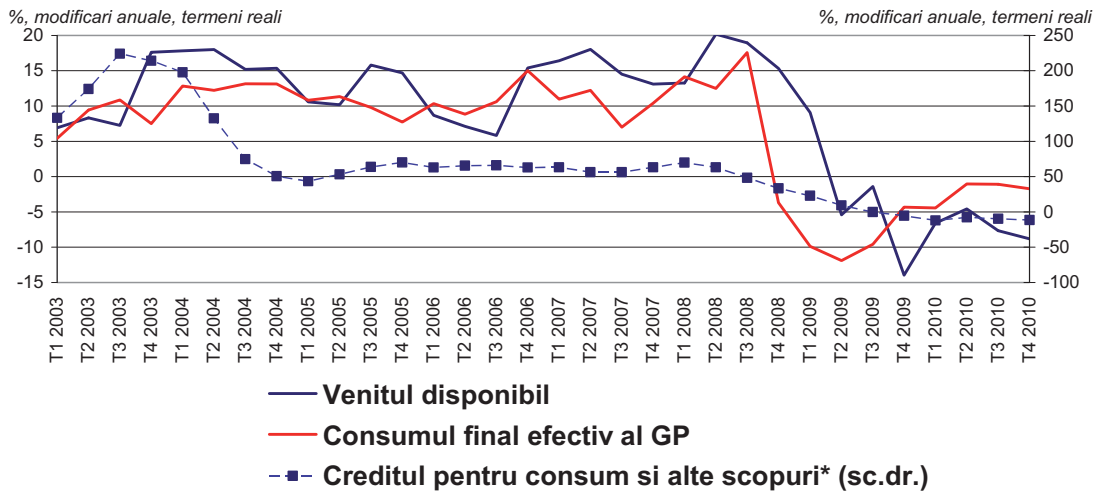


Contrapartidele masei monetare

Ritmul de crestere anuala a creditelor populatiei pe destinatii



Consumul efectiv al populatiei, venitul disponibil si creditul pentru consum

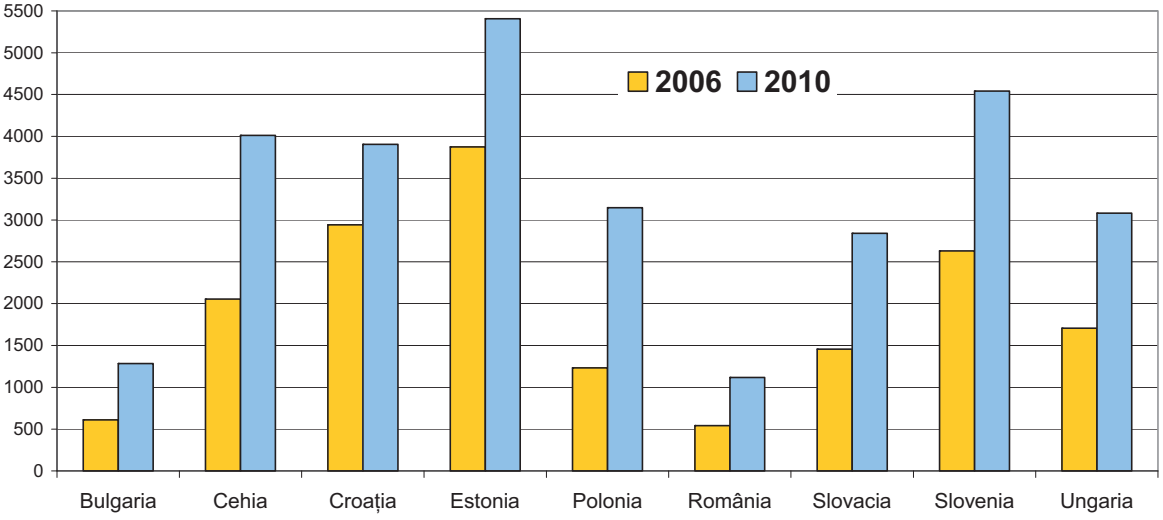


* Pana in TIV05 aproximat prin totalul creditului populatiei
Sursa: INS, calcule DPM

Contrapartidele masei monetare

Creditele acordate populației comparatie cu alte tari din UE

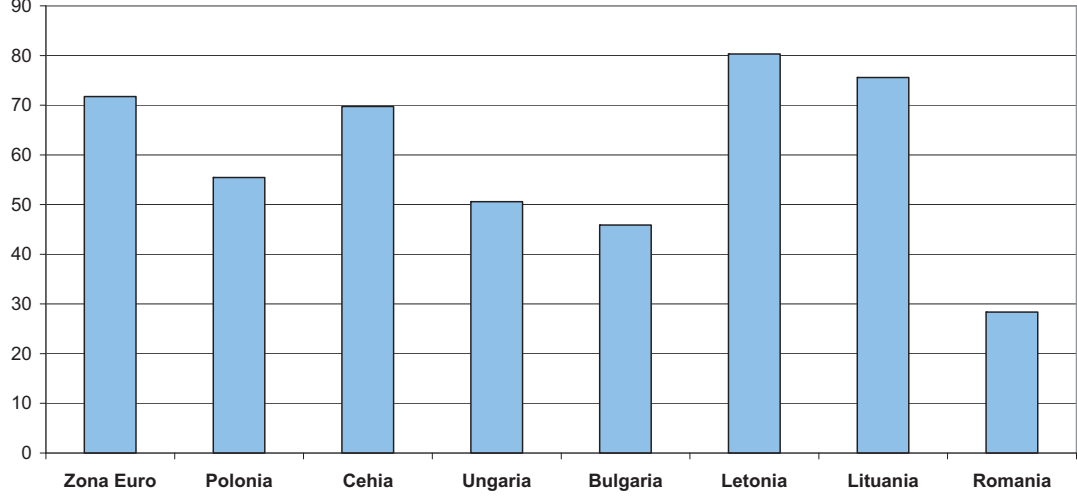
EUR/locuitor, sfarsitul perioadei



Sursa: Bănci centrale nationale, Eurostat, ECB

Ponderea creditelor pentru locuințe în totalul creditelor populației comparatie cu alte tari din UE

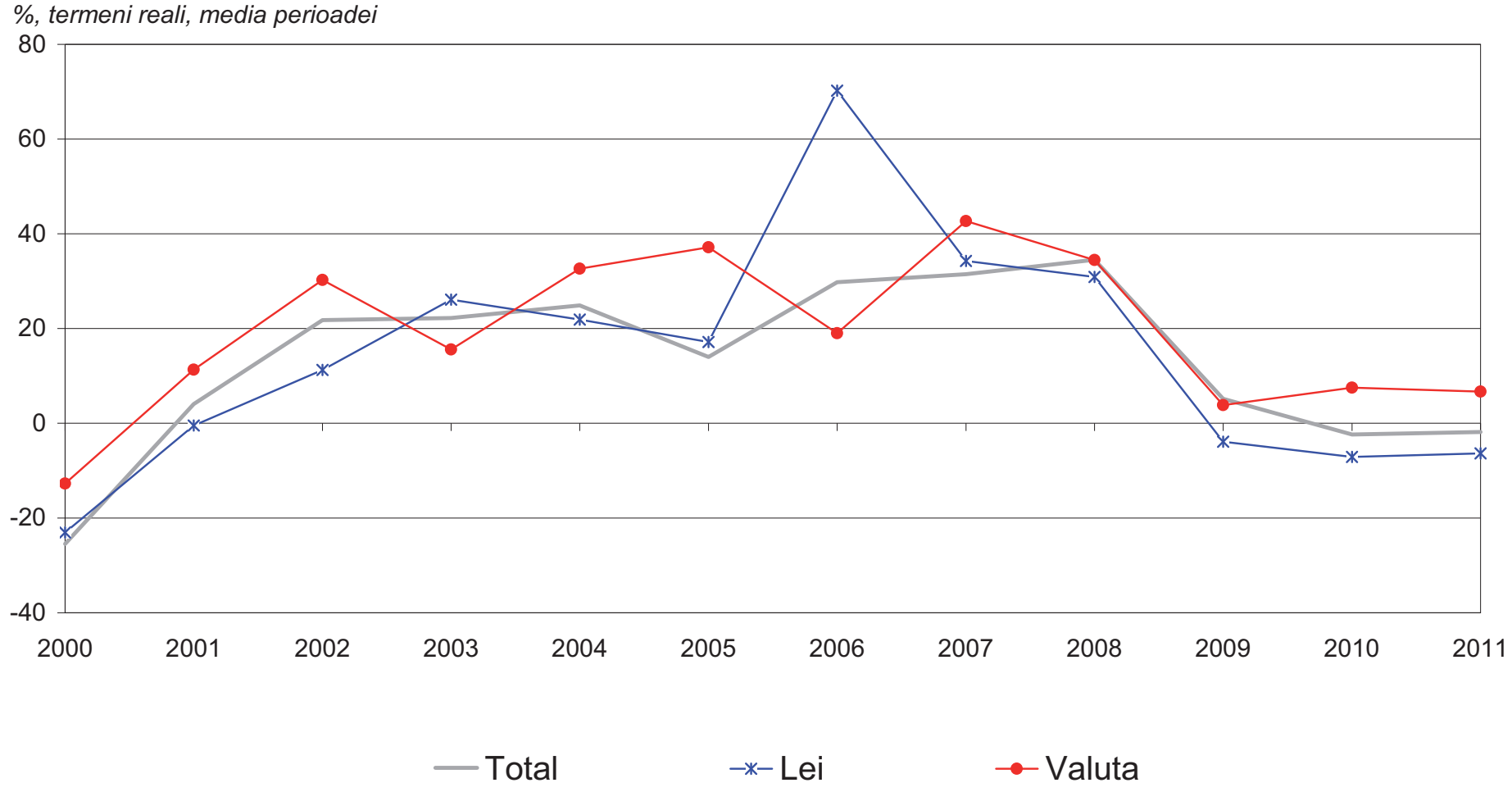
% , 31 dec.2010



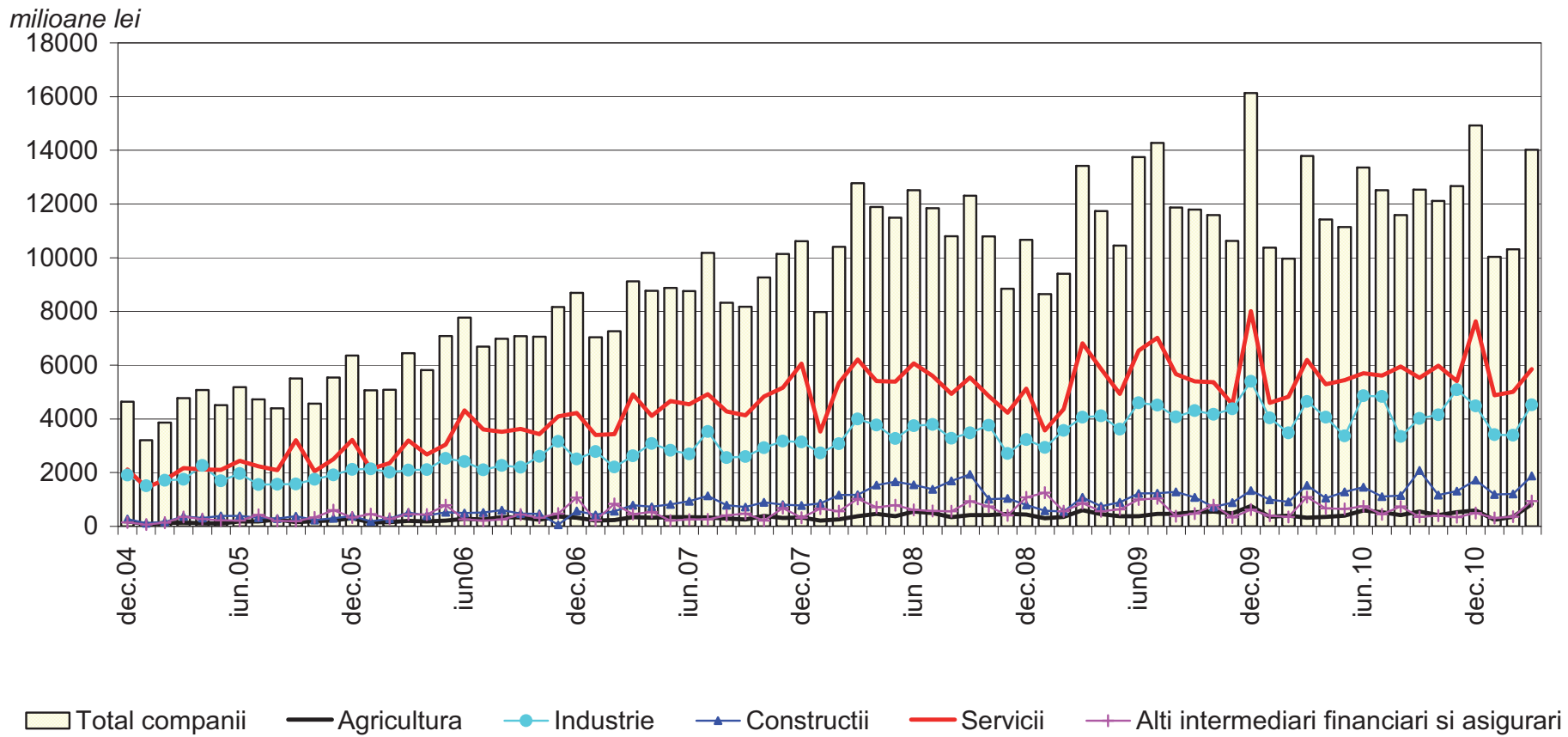
Sursa: ECB

Contrapartidele masei monetare

Ritmul de crestere anuala a creditului companiilor



Creditele noi ale companiilor pe domenii de activitate

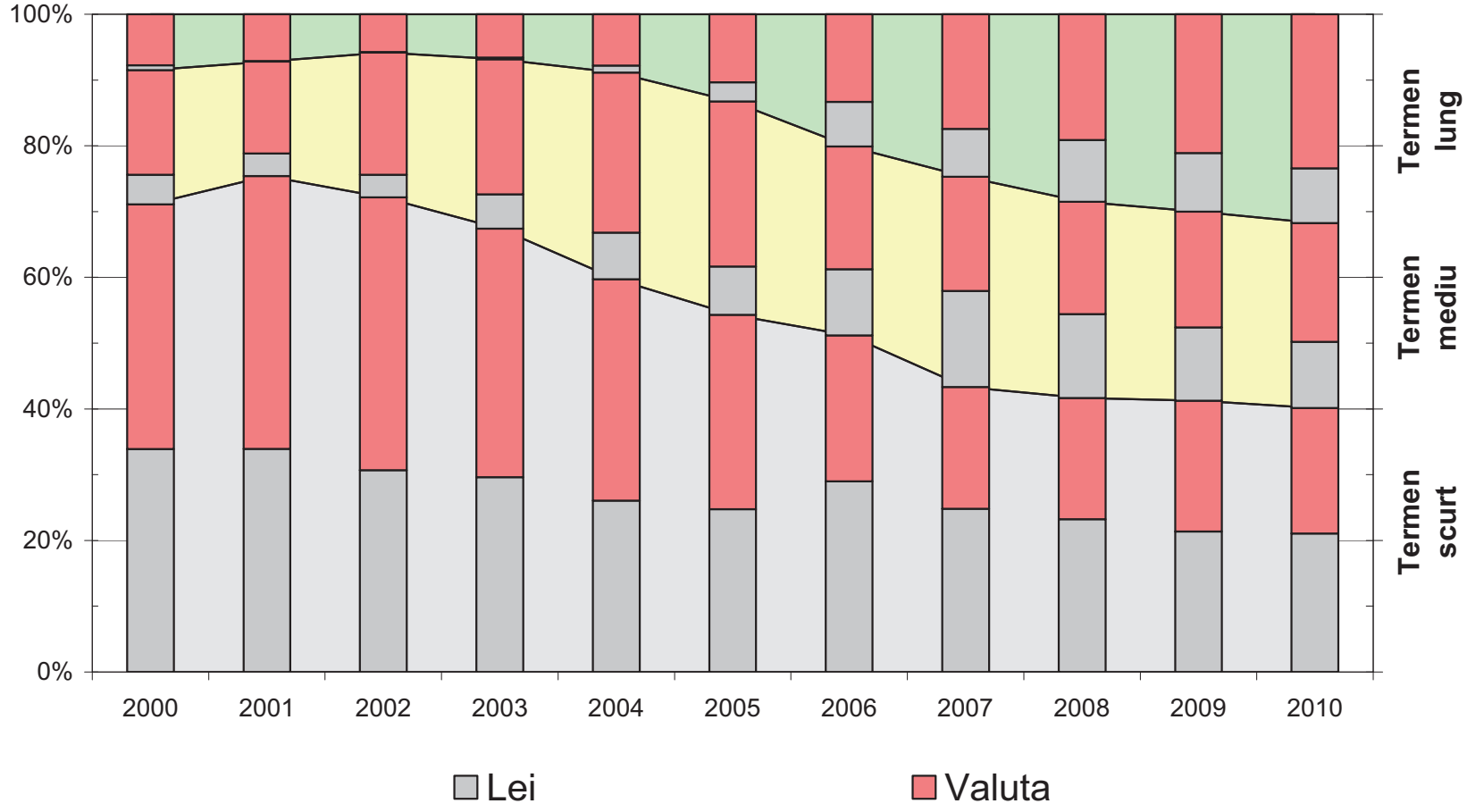


Sursa: CRB

Contrapartidele masei monetare

Structura creditelor companiilor pe scadente si pe categorii de moneda

%, media perioadei



Precizări

Datele anterioare lunii decembrie 2004 au fost preluate conform definițiilor statistice în vigoare în perioada respectivă, cu excepția agregatului monetar M1, a depozitelor ON și a activelor externe nete, care au fost recalulate în conformitate cu noua metodologie statistica (implementata în ian. 2007).

În consecință, masa monetara anterioară lunii decembrie 2004 include și depozitele cu maturitatea de peste doi ani; ea nu include însă depozitele administrațiilor publice locale (acestea fiind incluse în creditul guvernamental net).