



Banca Națională a României



Politica monetară și moneda

**Dorina Antohi, director
Direcția Politică Monetară**

Seminarul „Masa monetară și inflația. Teorie și practică”

București, 06.03.2012

I. Politica monetară – actualul consens teoretic și practic

Fundament teoretic - școala de gândire macroeconomică neo-keynesiană (*New Keynesian economics*):

- „Centrul de gândire al Noii Sinteze este concepția potrivit căreia 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);
- Explică fluctuațiile pe termen scurt și mediu ale economiei și procesul de ajustare a acesteia, având ca principale elemente: (i) așteptările raționale, (ii) rigiditățile nominale (prețuri, salarii); (iii) dihotomia clasică pe termen lung;
- Inflația depinde în principal de presiunile cererii agregate (*demand-pull inflation*) - exercitate când aceasta crește peste nivelul potențial al PIB - și/sau de presiunile ofertei (*cost-push inflation*) și este influențată de relativa elasticitate a salariilor, prețurilor și a ratei dobânzii;
- Stocul de monedă: pe termen scurt și mediu, modificarea acestuia este unul din mulții factori ce afectează economia reală, respectiv cererea agregată și rata șomajului; pe termen lung, o creștere substanțială și susținută a acestuia determină doar o creștere a nivelului general al prețurilor fără a exercita efecte asupra variabilelor reale (teza neutralității monedei pe termen lung).

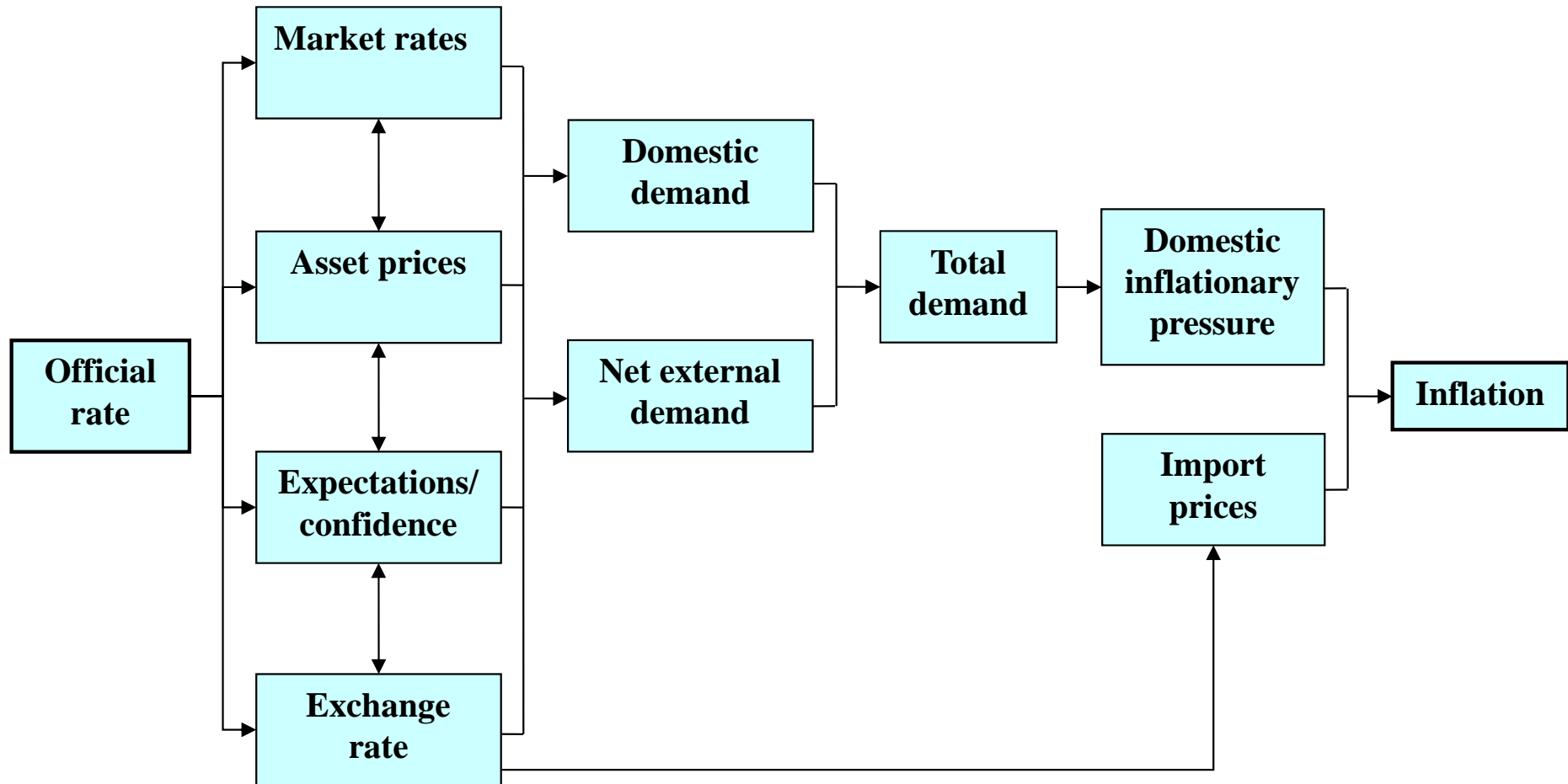
Rolul și conducerea politicii monetare - din actuala perspectivă teoretică și practică

- Rolul politicii monetare: stabilizarea macroeconomică, fiind principalul instrument de gestionare a cererii agregate;
- Cadrul instituțional adecvat al conducerii politicii monetare: o bancă centrală independentă și concentrarea sa asupra obiectivului final – menținerea stabilității prețurilor;
- Stabilitatea prețurilor: „situația în care inflația este joasă și stabilă astfel încât nu mai exercită un efect material asupra deciziilor economice ale publicului” (Banca Canadei); este o condiție esențială pentru creșterea bunăstării și a potențialului de creștere a economiei, fiind „cea mai importantă contribuție pe care politica monetară poate să o aducă la asigurarea unui mediu economic și a unui nivel înalt al ocupării forței de muncă” (BCE); de regulă, este transpusă într-o definiție cantitativă adoptată de către băncile centrale;
- Implementarea politicii monetare: prin stabilirea ratei nominale a dobânzii, (moneda devine endogenă).

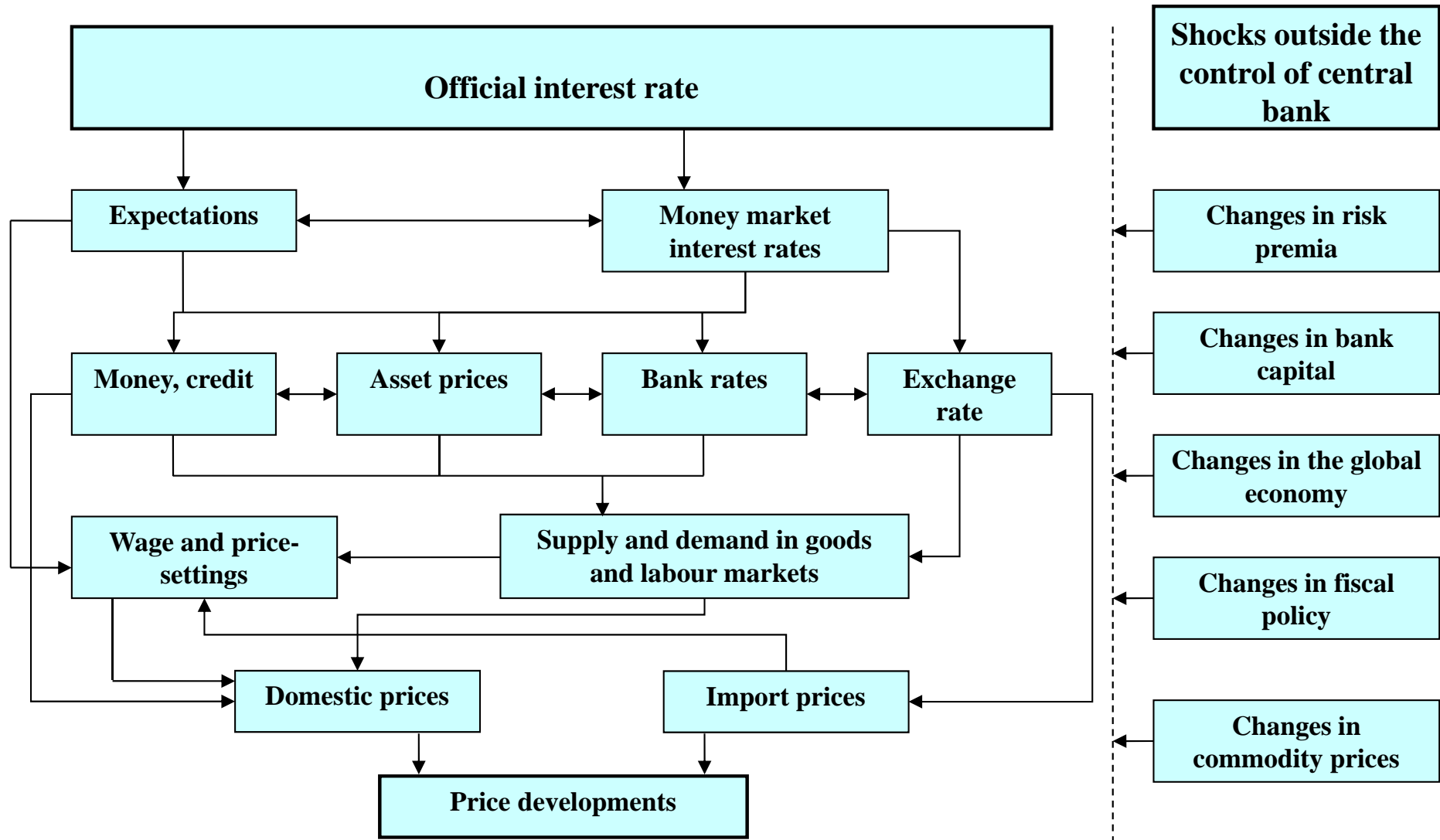
Mecanismul de transmisie a politicii monetare

- 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.

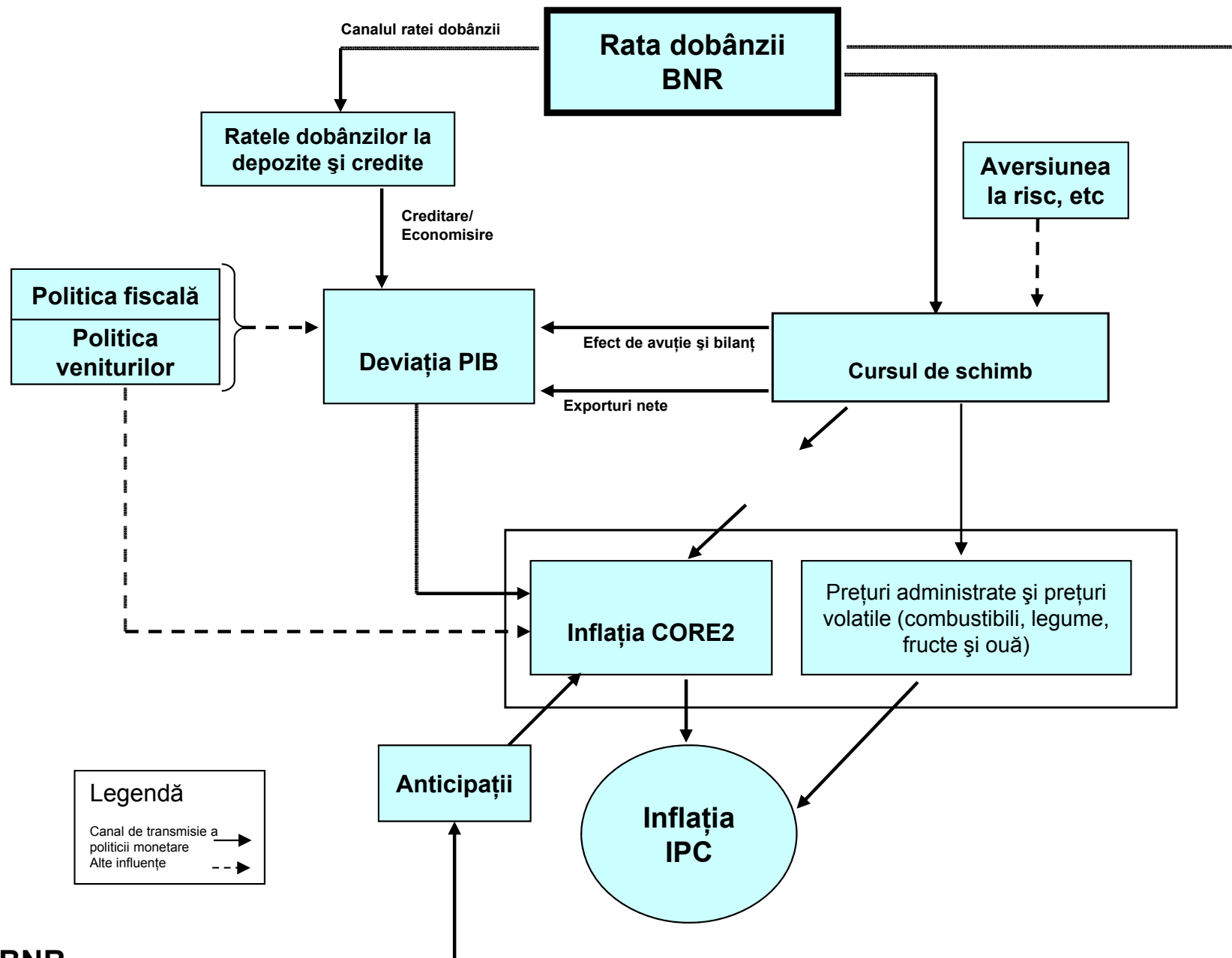
Mecanismul de transmisie a politicii monetare – Banca Angliei



Mecanismul de transmisie a politicii monetare - BCE



Mecanismul de transmisie a politicii monetare - BNR



Sursa: BNR

II. Moneda și rolul atribuit acesteia în actualul cadru al politicii monetare

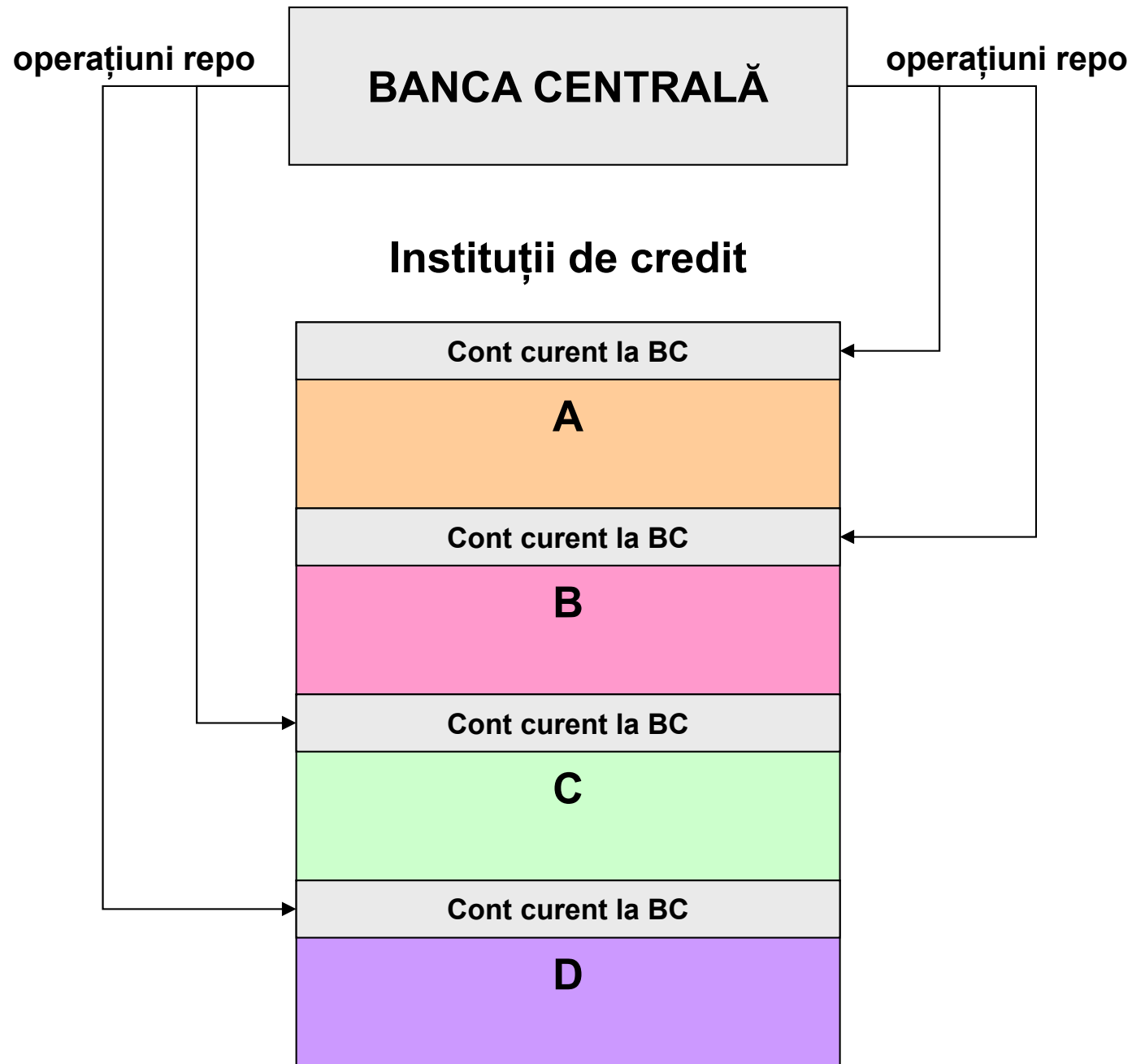
Moneda – concept, sferă de cuprindere (1)

- 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: mijloc de plată, etalon al valorii, mijloc de economisire;
- 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.

Acestea sunt:

a) Moneda centrală („outside money”), creată de banca centrală: disponibilitățile în conturile curente deschise de bănci la banca centrală și numerar în afara băncii centrale (baza monetară);

Crearea de monedă de către banca centrală (bază monetară)



Disponibilități în conturile curente ale instituțiilor de credit + Numerar în afara băncii centrale = BM

Crearea de monedă centrală *versus* „tipărirea de monedă”

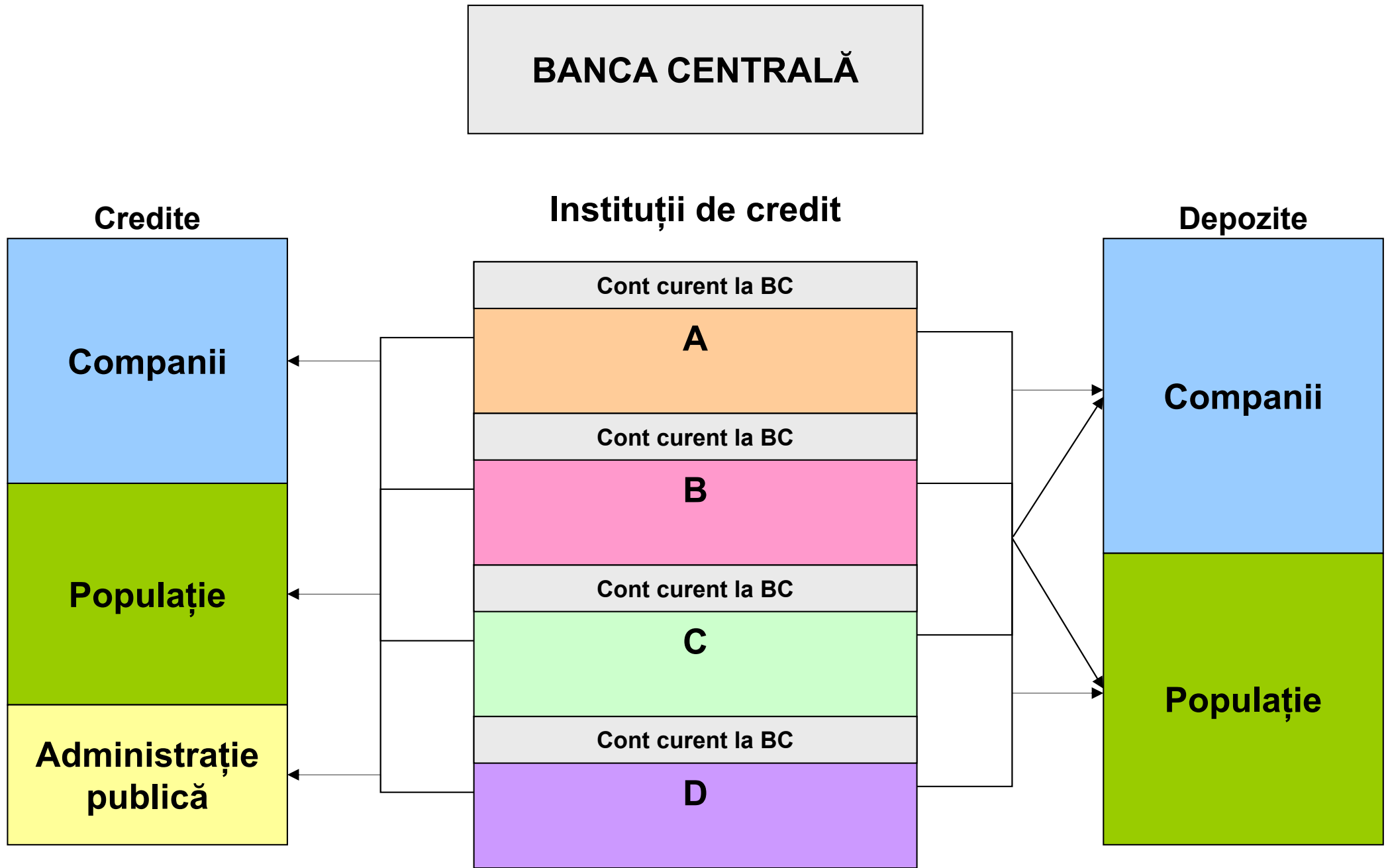
- Banca centrală crează în mod normal monedă centrală prin operațiunile de politică monetară destinate furnizării de lichiditate contra colaterale eligibile - corespunzător cerințelor de menținere a obiectivului operațional al politicii monetare la niveluri conforme cu deciziile de politică monetară;
- 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);
- 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.

Moneda – concept, sferă de cuprindere (2)

b) Moneda creată de băncile comerciale („inside money”); prin acordarea de credite, acestea creează depozite în sistemul bancar, respectiv masă monetară.

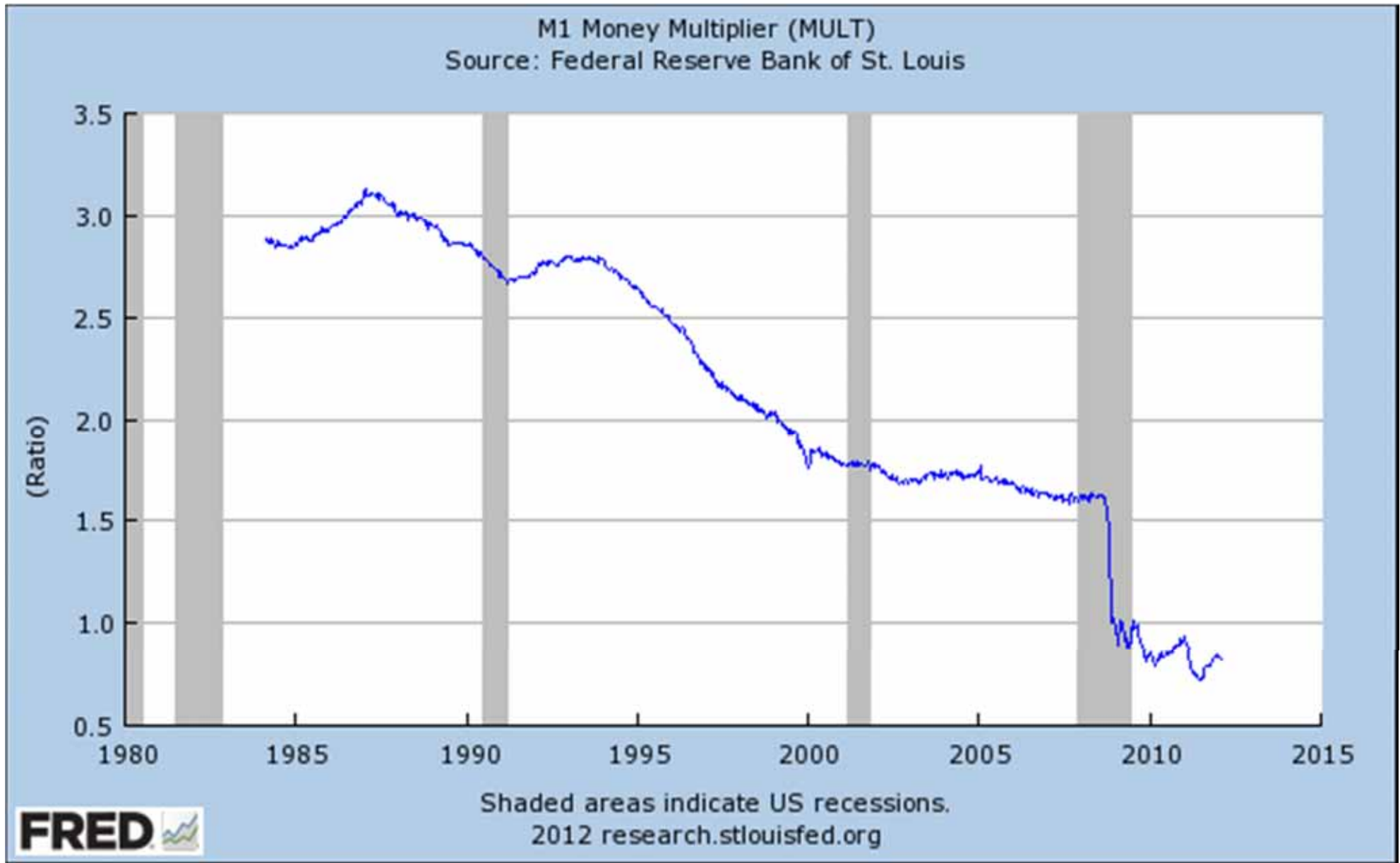
- Masa monetară (cantitatea de monedă din economie) este constituită în principal din numerarul în circulație - componentă a bazei monetare deținută de publicul nebancar - și depozitele (la vedere și la termen) deținute la bănci de publicul nebancar; aceasta reprezintă stocul de active disponibil într-o societate pentru cumpărarea de bunuri, servicii și active nemonetare (acțiuni, locuințe);
- Banca centrală are o influență indirectă și imperfectă asupra acesteia, cantitatea de monedă din economie fiind determinată de comportamentul băncilor și comportamentul (urmărirea profitului) și interacțiunea unei mulțimi de agenți economici;
- Contrar ipotezelor teoriei monetare, multiplicatorul monetar s-a dovedit a fi în ultimele decenii instabil și impredictibil, abordarea procesului de creare de monedă din această perspectivă fiind considerată de către Goodhart (2010) a avea un caracter mecanicist.

Crearea de monedă de către instituțiile de credit (masă monetară)



$$\text{Numerar în circulație} + \text{Depozite} = \text{MM}$$

Multiplicatorul monetar în SUA



Sursa: Federal Reserve Bank of St. Louis

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

- **Relația pe termen lung între monedă (masa monetară) și prețuri – dovedită empiric – este larg acceptată de către băncile centrale; potrivit opiniilor recente ale unor teoreticieni, această corelație nu implică în mod necesar o cauzalitate teoretică;**
- **Băncile centrale moderne nu utilizează masa monetară (agregatele monetare) în scopul înțelegerii, previzionării și controlării inflației;**
- **Indicatorii monetari au însă relevanță pentru conducerea politicii monetare, în mediul academic și în cel al practicienilor continuând însă să existe controverse:**
 - (i) FED: „Banii nu au nici un rol în conducerea politicii monetare în SUA” - Guvernatorul Lawrence Meyer, Guvernator; (ii) BCE: „Banii nu trebuie ignorați niciodată – Otmar Issing, ex-membru al Consiliului Executiv al BCE; (iii) Banca Angliei: „Moneda are un rol important în mecanismul de transmisie, dar nu este un instrument de politică monetară”;**
- **Milton Friedman (1984): „agregatele monetare pot avea un rol important ca indicator, chiar dacă nu au un rol structural sau cauzal în procesul inflației sau în mecanismul de transmisie a politicii monetare. Chiar dacă inflația poate fi privită ca rezultat exclusiv al excedentului de cerere sau al presiunilor costurilor, evoluțiile monetare pot totuși oferi informații care să permită mai buna identificare a naturii șocurilor ce lovesc economia și/sau să prevadă trendul evoluției viitoare a prețurilor”.**

III. Momente de referință ale istoriei teoriei monetare

1. Teoria cantitativă a banilor: $M \cdot V = P \cdot Y$

- 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;

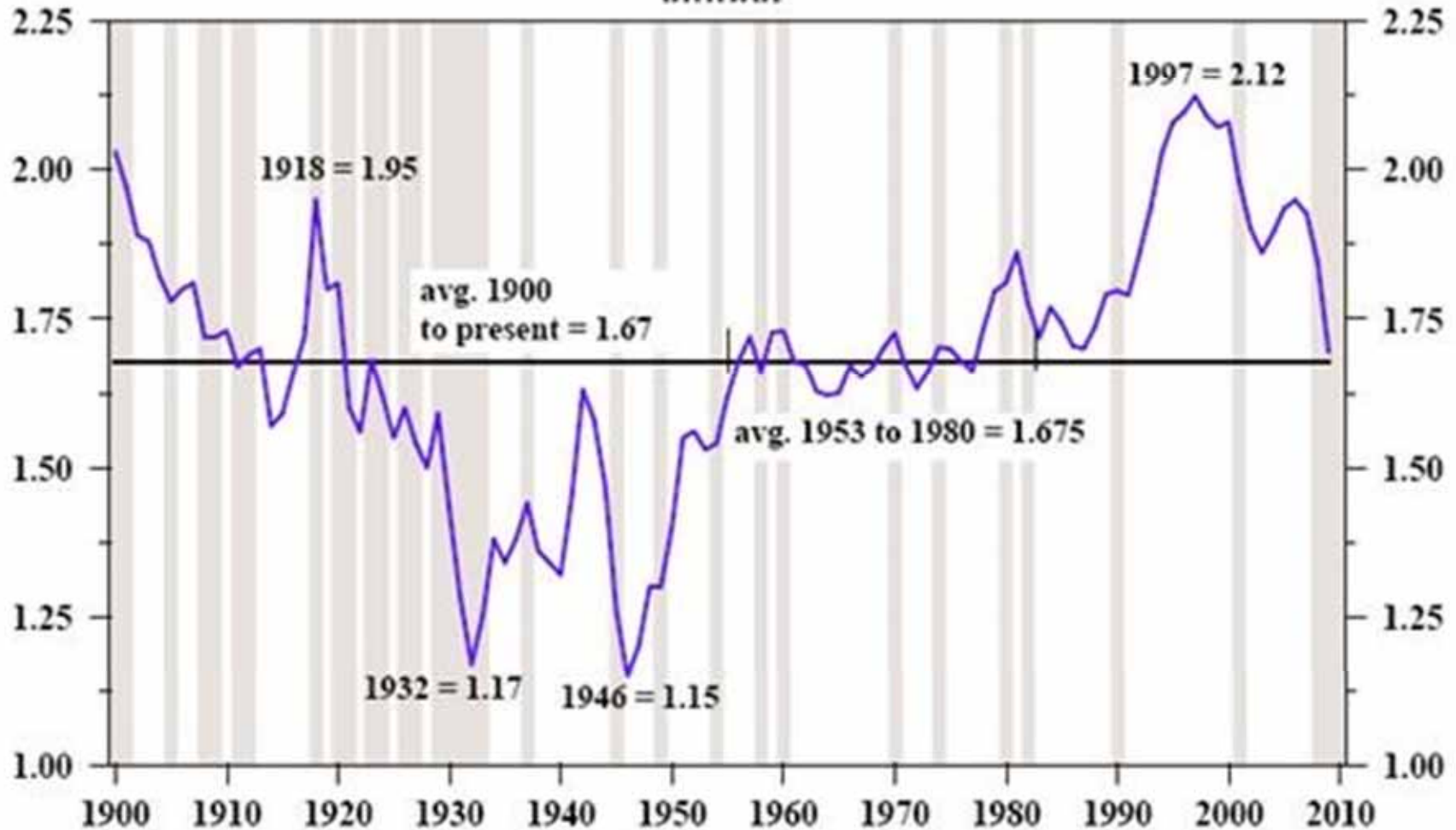
3. Teoria cantitativă modernă a banilor -Milton Friedman – reafirmare a teoriei clasice

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

- 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 regulei 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).

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, $V = 1.69$

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

IV. Implicații asupra evoluției strategiilor de politică monetară

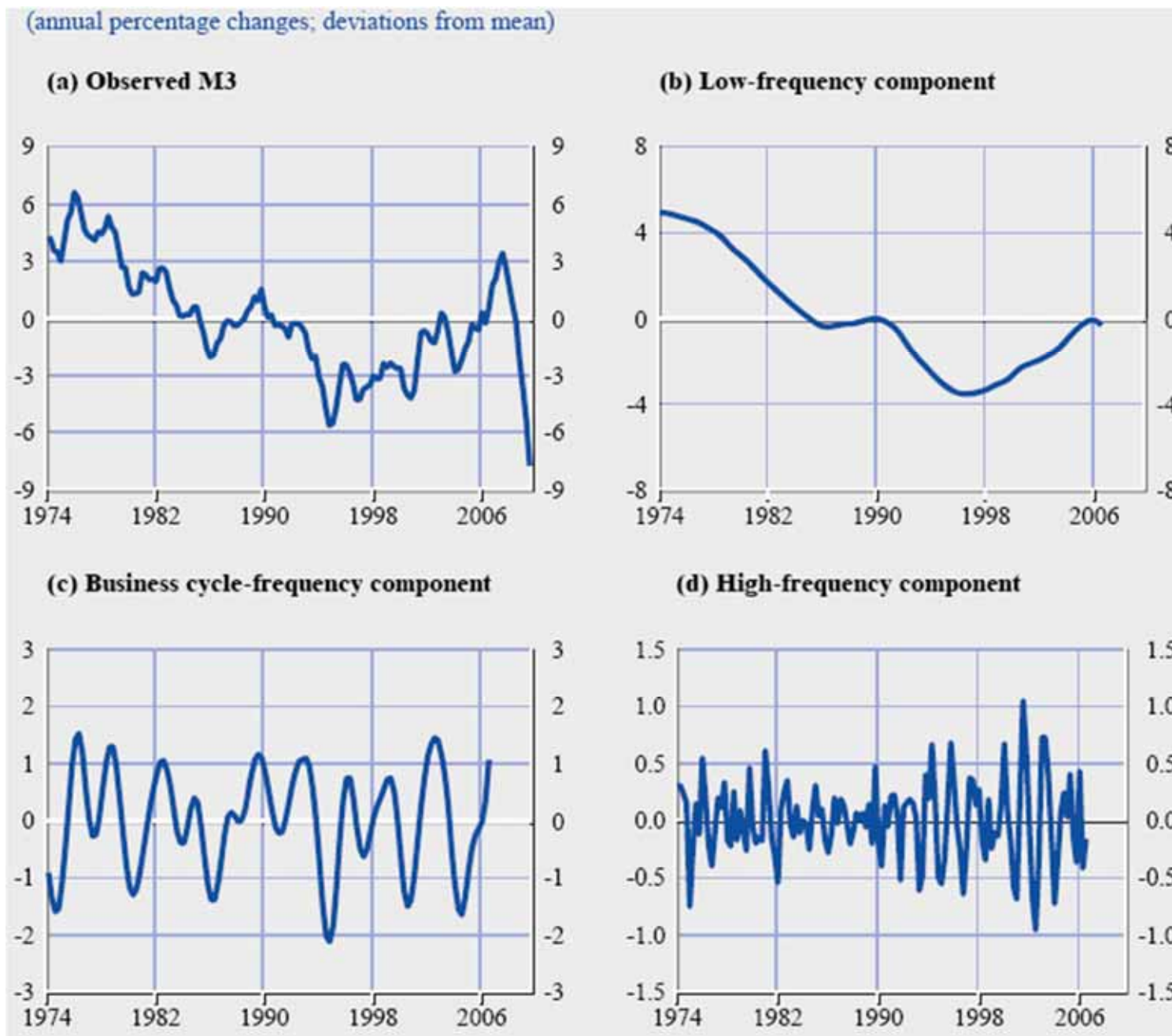
- Strategia de țintire a agregatelor monetare este adoptată pe scară largă în anii 1970 de: SUA, Canada, Marea Britanie, Elveția, Germania, Japonia;
- Începând cu anii 1980 țintirea agregatelor monetare este abandonată treptat formal/ informal, relația dintre cantitatea de monedă și PIB nominal devenind tot mai instabilă (inovații financiare, dereglementări financiare, creșterea complexității și sofisticării intermedierei financiare);
- 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;
- Milton Friedman recunoaște în 2003 faptul că țintirea agregatelor monetare nu a avut succesul la care a sperat;
- 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.

V. Concepția și abordarea Băncii Centrale Europene

- Rol important atribuit monedei și analizei monetare - unul din cei doi piloni ai strategiei de politică monetară;
- Principalele argumente: (i) evidențe empirice privind stabilitatea relației pe termen lung dintre monedă și prețuri în zona euro, (ii) 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;
- Scopurile analizei monetare: (i) mijloc de corelare (verificare încrucișată), din perspectiva termenului mediu spre lung, a informațiilor oferite pe termen scurt spre mediu de analiza economică; (ii) obținerea de informații complementare celor oferite pe termen scurt de prognoza de inflație ce acoperă câteva trimestre; (iii) obținerea de informații privind percepția riscului pe piețele financiare, precum și semnale despre gradul de încredere și fragilitate ale sistemului financiar etc.

- Conținutul și instrumentele analizei monetare: analize detaliate ale evoluției masei monetare, a componentelor sale și a contrapartidelor acesteia, prin utilizarea unui larg set de instrumente (analiză instituțională, numeroase modele econometrice etc.), care trebuie și sunt dezvoltate, rafinate și actualizate în permanență, inclusiv datorită volatilității evoluțiilor monetare pe termen scurt și permanentelor inovații financiare și schimbări structurale din sectorul financiar, dar și din alte sectoare;
- Relevante pentru potențiala evoluție pe termen mediu și lung a inflației sunt doar mișcările persistente ale masei monetare (trendul expansiunii monetare), a căror identificare și izolare este deosebit de complexă, necesitând utilizarea unui arsenal de instrumente sofisticate, prin care evoluția M3 se descompune în componente cu grade diferite de persistență: componente cu frecvență scăzută (cu o periodicitate de peste 10 ani), cu frecvența unui ciclu de afaceri (mișcări cu periodicitate de peste doi ani și mai mici de 10 ani), cu frecvență ridicată (mișcări cu periodicitate de sub doi ani);
- 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”.

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



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

VI. Rolul analizei monetare în formularea și implementarea politicii monetare a BNR

- Principalul scop actual: contribuie, alături de analiza economică, la explicarea fenomenelor macroeconomice și financiare pe termen scurt ce pot genera riscuri inflaționiste pe termen scurt și mediu, prin utilizarea indicatorilor monetari cu frecvență ridicată;
- Acești indicatori (i) furnizează informații privind: evoluția unor variabile economice neobservabile sau observabile cu o anumită întârziere (PIB potențial și poziționarea economiei în cadrul ciclului de afaceri, comportamentul consumatorilor și investitorilor), condițiile de finanțare a economiei, (ii) pot deține un rol în cadrul mecanismului de transmisie monetară și prin monitorizarea lor se poate înțelege mai bine funcționarea acestuia, situația economiei și impactul politicii monetare asupra activității economice, implicit *stance*-ul politicii monetare; (iii) contribuie alături de indicatorii din economia reală la realizarea prognozei PIB pe termen scurt și completează informațiile oferite de prognoza inflației, (iv) oferă informații privind comportamentul băncilor, percepția riscului pe piețele financiare, dezechilibrele financiare etc.;
- Instrumente utilizate: analize instituționale detaliate, tehnici statistice și econometrice etc.

Vă mulțumesc pentru atenție!