



ACADEMIA ROMÂNĂ

INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 109

Colectia
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria

*Studii și
cercetări
economice*

ANALIZA EVOLUȚIILOR
MONETARE ȘI DE CREDIT
ÎN ECONOMIA ROMÂNESCĂ

Dragoș Ion POPESCU

ISBN 978 - 973 - 159 - 186 - 5



Centrul de Informare și Documentare Economică



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
"COSTIN C. KIRIȚESCU"

ANALIZA EVOLUȚIILOR MONETARE ȘI DE CREDIT ÎN ECONOMIA ROMÂNEASCĂ

Dragoș Ion POPESCU



Centrul de Informare și Documentare Economică

Editat de CENTRUL DE INFORMARE ȘI DOCUMENTARE ECONOMICĂ
REDACTOR-ȘEF – VALERIU IOAN-FRANC

Redactor: ADELINA BIGICA
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDA
CIDE/STUDII/PROBLEME: Stud-DragoslonPopescu-analiza _109.doc

Redacția și administrația: București, Calea 13 Septembrie nr. 13, sectorul 5,
cod poștal 050711, telefon: 0040-21-318 24 38, telefax: 0040-21-318 24 32
Adresa poștală: București 5, căsuța poștală 5-72

Materialele cuprinse în acest volum pot fi reproduse numai cu aprobarea
conducerii Institutului Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu”.

Volumele seriei pot fi identificate și comandate fie în colecție anuală, respectiv ISSN 1222-541X,
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-186-5

Cuprins

Introducere.....	5
I. Analiza masei monetare și a componentelor acesteia	7
II. Analiza contrapartidelor masei monetare	16
III. Estimarea excedentului/deficitului de lichiditate din economie	24
Concluzii	28
Bibliografie	30

Introducere

Literatura de specialitate și practica băncilor centrale acordă în general un rol important informațiilor oferite de analiza evoluțiilor monetare în conducerea politicii monetare. În cadrul acestui demers, băncile centrale utilizează o gamă variată de instrumente, atât cantitative, sub forma modelelor econometrice, cât și calitative, sub forma analizei instituționale.

Analiza monetară este fundamentată pe bine cunoscutul consens, validat atât de teoria economică, dar și de precedentul istoric, potrivit căruia inflația și expansiunea monetară sunt strâns corelate pe un orizont îndepărtat de timp. Cu toate acestea, deși analiza monetară a fost în principal orientată spre identificarea riscurilor la adresa stabilității prețurilor pe termen lung, ea poate să ofere indicii valoroase și din perspectiva unui orizont temporal mai apropiat, datorită informațiilor referitoare la poziția ciclică a economiei, a modului de funcționare a sistemului financiar și interacțiunii acestuia cu sectorul real. În condiții de risc și incertitudine ridicate, utilitatea analizei monetare este potențată de informațiile extrase referitoare la percepția riscului pe piețele financiare, comportamentul agenților economici oglindit în procesul de ajustare a portofoliilor, condițiile din sectorul financiar, inclusiv procesul de ajustare a bilanțurilor instituțiilor financiare și disponibilitatea surselor de finanțare pentru diferitele sectoare ale economiei.

În prezent, deși utilizarea agregatelor monetare ca obiectiv sau ca țintă intermediară în conducerea politicii monetare a devenit desuetă, importanța lor ca indicator pare să fie redescoperită atât în teorie, cât și în practică.

Moneda și creditul pot furniza informații valoroase referitoare la acumularea de dezechilibre financiare care implică o capacitate redusă a economiei de a absorbi potențialele reversări bruște fără a genera fluctuații ample la nivelul producției. De-a lungul timpului, creșterile accelerate ale prețurilor activelor, ancorate de așteptările optimiste în ceea ce privește câștigurile viitoare de capital, care au coexistat cu expansiunea alertă a creditului au fost urmate de crize financiare severe și de recesiuni economice adânci și lungi.

Criza financiară globală actuală a readus în prim plan mecanismul acestui proces destabilizator care a dezechilibrat balanța riscurilor în ceea ce privește stabilitatea prețurilor și creșterea economică și a complicat stabilirea conduitei adecvate a politicii monetare.

În acest sens, dincolo de controversele interminabile și nesoluționate încă legate de utilitatea intervenției politicii monetare în faza de acumulare a dezechilibrelor financiare și/sau de capacitatea băncii centrale de a asigura concomitent stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară, analiza evoluțiilor monetare, a creditului și a prețurilor activelor poate reprezenta o soluție pentru a monitoriza pulsul economiei și a minimiza provocările cu care se confruntă toate băncile centrale în a evalua diversele riscuri dincolo de orizontul tradițional de prognoză, mai ales atunci când se confruntă cu creșteri excesive ale prețurilor

activelor ce favorizează acumularea de dezechilibre în diferite sectoare ale economiei.

În sensul acestui deziderat, studiul de față analizează evoluțiile monetare din economia românească în perioada 2007 – 2013¹, alături de principalii lor determinanți.

În scopul unei mai bune asimilări a factorilor care au grevat evoluțiile monetare, analiza a fost întreprinsă având în vedere două subperioade:

i) subperioada 2007 - 2008, caracterizată de creștere economică susținută și de dinamici accelerate ale evoluțiilor monetare și de credit și,

ii) subperioada 2009 – 2013, caracterizată de recesiune și evoluții modeste la nivelul activității economice, în cea mai mare parte a timpului.

Totodată, așa cum era de așteptat, punctele de inflexiune importante ale indicatorilor analizați au apărut în imediata proximitate a graniței dintre aceste două subperioade, aspect ce constituie un argument în plus pentru abordarea aleasă.

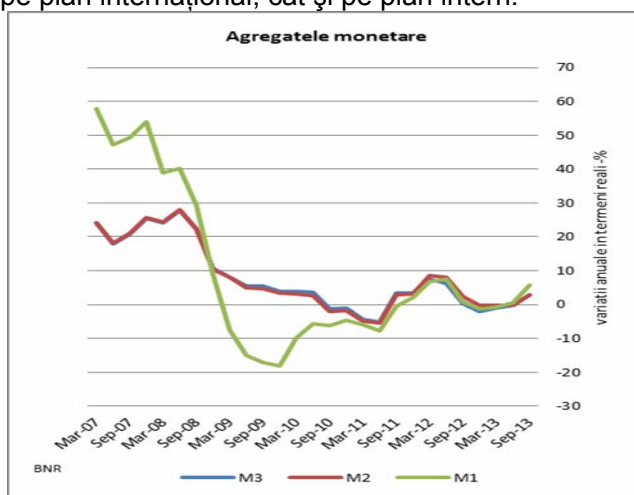
O importanță deosebită a fost atribuită identificării potențialelor modificări structurale observate la nivelul evoluțiilor monetare și a principalilor lor determinanți, având în vedere posibilele modificări în comportamentul deținătorilor și creatorilor de monedă pe fondul manifestării efectelor crizei financiare internaționale asupra economiei românești.

Ultima parte a studiului estimează și analizează trei indicatori destinați cuantificării excedentului de lichiditate din economia românească în perioada considerată. În cadrul acestui demers, autorul a fost conștient de posibilele limite ale exercițiului cantitativ, limite ce derivă din: (i) seriile de timp extrem de reduse ca întindere ii) schimbările care s-au produs în economia românească în această perioadă (accelerarea procesului de remonetizare a economiei, creșterea puternică a creditului neguvernamental, mutarea evoluției cursului de schimb de pe un trend de apreciere pe unul de depreciere, schimbarea poziției Băncii Naționale a României din debitor net față de sistemul bancar în creditor net, modificările în comportamentul creatorilor și deținătorilor de monedă pe fondul crizei financiare internaționale).

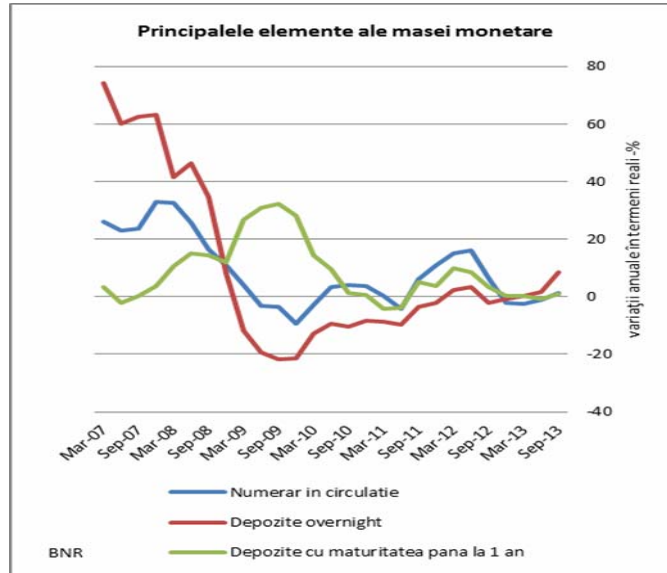
¹ Anul 2013 se limitează la primele trei trimestre ale acestuia. Totodată, perioada care a făcut obiectul acestei analize reprezintă seria de date disponibilă în prezent.

I. Analiza masei monetare și a componentelor acesteia

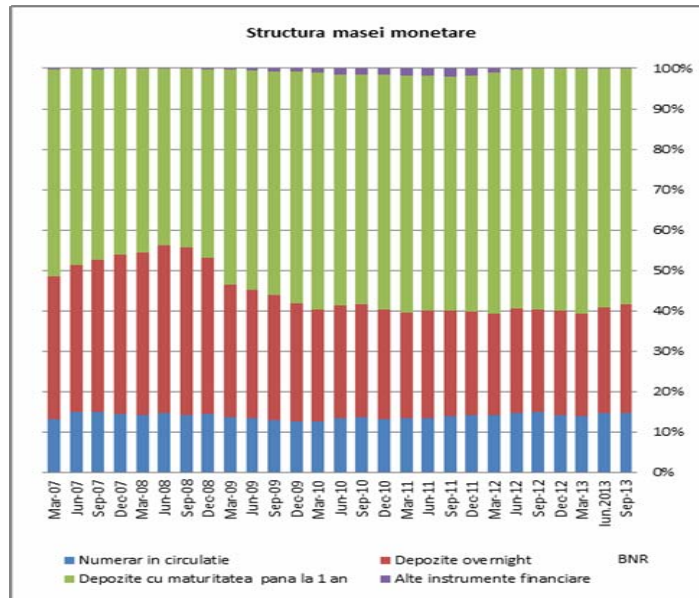
În primii ani ai perioadei analizate, economia românească a continuat procesul de remonetizare, proces care a devenit vizibil în special începând cu a doua decadă a anilor 2000. Reducerea progresivă a ratei anuale a inflației în decursul anilor anteriori perioadei analizate, dar mai ales cantonarea ulterioară a acesteia pe palierul cu o singură cifră, împreună cu accelerarea dinamicii activității economice, au condus la creșterea cererii de bani și la sporirea gradului de monetizare al economiei. Pe măsură ce efectele crizei financiare internaționale s-au repercutat asupra economiei românești, dinamicile alerte ale masei monetare au început treptat să se tempereze și ulterior inverseze, pe fondul declinului activității economice și al declanșării unui proces alert de dezintermediere financiară atât pe plan internațional, cât și pe plan intern.



În primii doi ani, cel mai cuprinzător agregat monetar (M3) a afișat o dinamică susținută, caracterizată de rate de creștere anuale care deși formate în permanență din două cifre, au afișat o traiectorie descendentă progresivă. Dinamici asemănătoare s-au observat și în cazul masei monetare în sens restrâns (M1) și al masei monetare intermediare (M2). În ceea ce privește agregatul monetar cu sfera cea mai redusă de cuprindere (M1), deși profilul curbei a fost asemănător celui observat în cazul masei monetare intermediare (M2), panta curbei a fost mult mai abruptă, iar dinamica ascendentă mult mai susținută. Totodată, evoluția masei monetare intermediare (M2) a descris fidel și chiar s-a suprapus, pe durata întregii perioade analizate, traiectoriei masei monetare în sens larg, având în vedere ponderea majoritară a elementelor cuprinse în agregatul monetar M2 în totalul masei monetare (M3).



Analiza în structură relevă faptul că principala contribuție la majorarea M3 în perioada 2007-2008 a fost deținută de cele mai lichide componente incluse în M1, în special depozitele *overnight*, care au fost influențate atât de reducerea costului de oportunitate al deținerii acestor instrumente monetare, cât și de majorarea cererii de monedă în scopul desfășurării tranzacțiilor, dată fiind persistența unei dinamici economice ridicate.



Totodată, contribuția depozitelor pe termen scurt, altele decât depozitele *overnight*(M2–M1) la expansiunea monetară totală s-a redus treptat pe măsură ce creșterea economică s-a accelerat, iar perspectivele favorabile legate de evoluțiile economice viitoare au imprimat majorărilor de venituri un caracter permanent, ceea ce a descurajat cererea de monedă în scop precautionar.

Pe fondul acestor evoluții, pe parcursul anului 2008, s-a produs o schimbare de structură în ceea ce privește distribuția ponderilor diferitelor componente în cadrul masei monetare în sens larg. În acest sens, ponderea masei monetare în sens restrâns (M1) în totalul masei monetare (M3) a crescut sistematic, atingând la mijlocul anului 2008 valoarea maximă înregistrată la nivelul întregii serii de date.

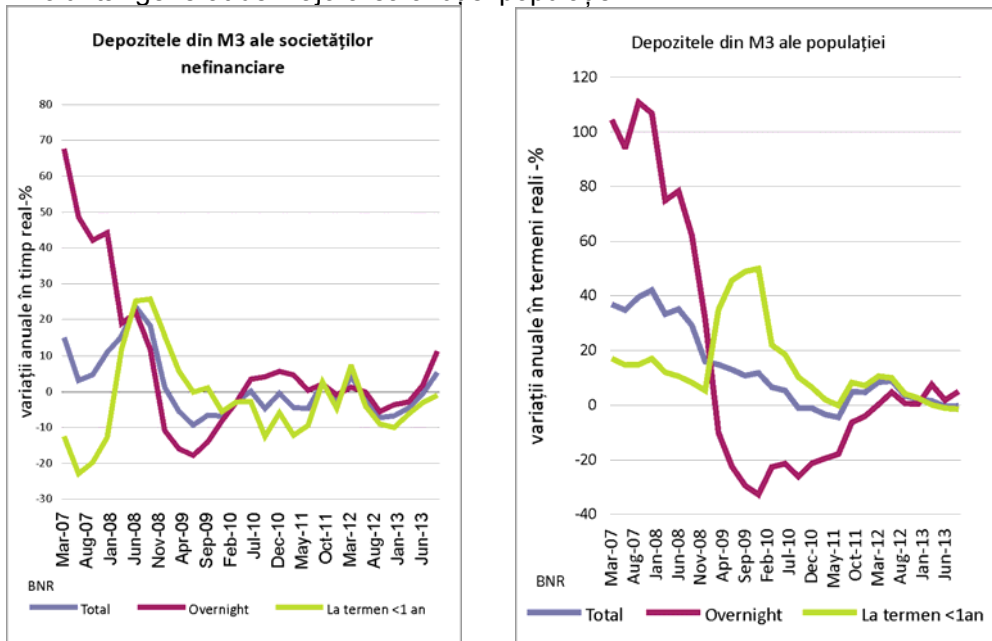
Pe lângă determinanții clasici, de natură economică prezentați anterior, care au stimulat cererea de monedă, evoluția masei monetare și a componentelor acesteia în primii doi ani a fost influențată și de un ansamblu de schimbări structurale și instituționale :

- intrările de capital sub forma investițiilor străine directe, precum și a investițiilor de portofoliu stimulate de diferențialul semnificativ de dobândă în comparație cu economiile avansate;
- creșterea remiterilor muncitorilor români din străinătate;
- creșterea plasamentelor nerezidenților odată cu liberalizarea deplină a operațiunilor de capital;
- dezvoltarea sistemului bancar și apariția de noi produse bancare care au determinat realocări între diferite componente ale masei monetare;
- realocări în cadrul portofoliului de active între instrumente financiare monetare și instrumente financiare nemonetare;
- creșterea gradului de utilizare a instrumentelor noi pentru derularea tranzacțiilor;
- modificarea sistemului de impozitare a veniturilor persoanelor fizice și a profiturilor companiilor;
- modificarea regimului de impozitare a veniturilor din dobânzi.

Din perspectiva categoriilor instituționale de deținători de monedă, tendința ascendentă a masei monetare observată în primii ani a fost susținută în special de plasamentele populației, a căror dinamică a fost în permanență superioară dinamicii depozitelor societăților nefinanciare, evoluție ce a dus la majorarea continuă a ponderii deținerilor de monedă ale gospodăriilor în totalul masei monetare în sens larg (M3).

Analiza în structură a sectorului populației a relevat faptul că forța motrice principală a dinamicii înalte a depozitelor a fost reprezentată de depozitele *overnight*, care au afișat creșteri mai ample și mai prelungite în comparație cu depozitele la termen. O posibilă explicație a acestor evoluții rezidă în majorarea cererii de monedă în scopul derulării tranzacțiilor curente, pe fondul dinamizării activității economice și înclinației populației preponderent spre consum, în

condițiile sporirii diferitelor surse de venituri ale acestui sector¹, dar și a efectului involuntar generat de majorarea avuției populației.



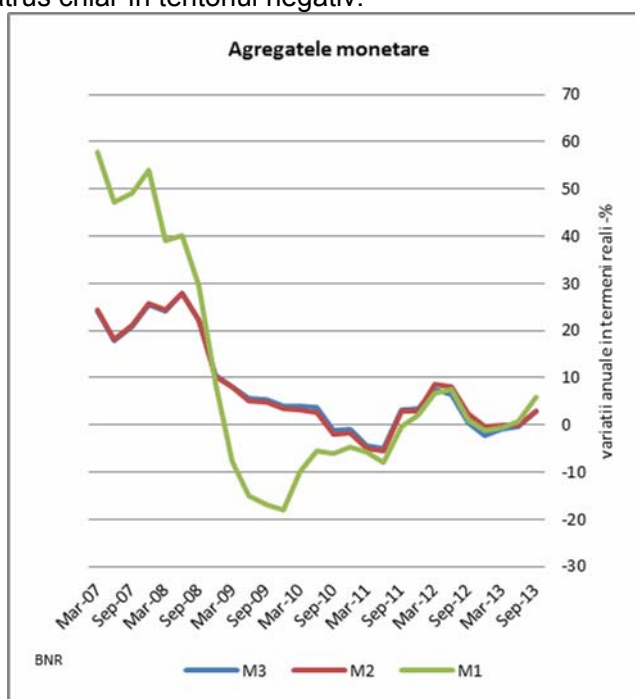
Având în vedere relația biunivocă dintre activitatea economică și cele mai lichide componente ale masei monetare, precum și motivele teoretice ale deținerii de monedă în cazul populației, preferința ridicată pentru instrumente monetare cu grad ridicat de lichiditate poate să constituie o avertizare în ceea ce privește eventualele riscuri la adresa inflației pe un orizont mediu de timp și, în consecință, poate să servească drept barometru în cadrul abordării anticipative de evaluare și monitorizare a presiunilor inflaționiste. Cererea de monedă în scop precautionar, reflectată în evoluția depozitelor la termen sub 1 an², a evoluat mult mai lent, afișând o dinamică modestă, dar totuși pozitivă, până la sfârșitul anului 2008.

Depozitele deținute de societățile nefinanciare au exercitat, de asemenea, o influență pozitivă asupra dinamicii M3 în primii doi ani, dar într-o măsură mult mai redusă decât cele ale sectorului populației. Astfel, începând cu jumătatea anului 2007, deținerile de monedă ale societăților nefinanciare s-au înscris pe o traiectorie ascendentă, care a fost întreruptă de apariția unui punct de inflexiune la jumătatea anului 2008.

¹ Majorarea veniturilor în aceasta perioadă s-a datorat în principal creșterilor salariale, transferurilor de la bugetul de stat, remiterilor din străinătate, dar și modificărilor la nivelul sistemului de impozitare a veniturilor.

² Având în vedere indisponibilitatea datelor pentru depozitele la termen sub 2 ani (componentă a masei monetare intermediare) în cazul tuturor sectoarelor instituționale, în studiul de față au fost utilizate datele aferente depozitelor la termen sub 1 an, atât în cazul gospodăriilor, cât și în cazul societăților nefinanciare.

Analiza în structură a plasamentelor societăților nefinanciare relevă faptul că deținerile de monedă ale acestui sector au fost concentrate în cele mai lichide forme de depozite, fiind influențate în principal de profitabilitatea ridicată, de fluxurile de venituri și disponibilitatea ridicată a surselor externe de finanțare. Astfel, ca și în cazul populației, depozitele *overnight* au constituit principalul factor de susținere a plasamentelor societăților nefinanciare, în condițiile în care depozitele la termen sub 1 an au consemnat o bună perioadă de timp scăderi de ritm care au pătrus chiar în teritoriul negativ.



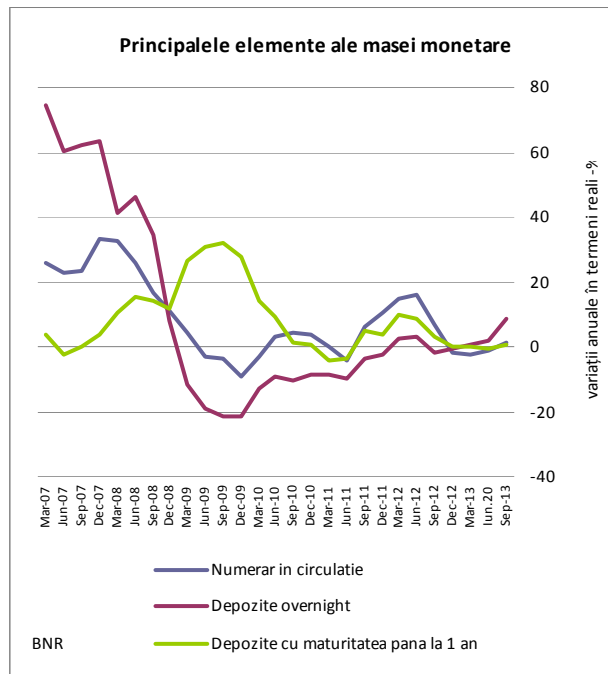
Începând cu anul 2009, efectele crizei financiare internaționale și recesiunea care a guvernat economia românească au avut implicații semnificative asupra evoluțiilor monetare. Aceste efecte au determinat modificări în comportamentul sectorului bancar și al deținătorilor de monedă, generând realocări în cadrul portofoliilor atât între active monetare și nemonetare, cât și între diverse instrumente monetare.

Temperarea progresivă a ritmului de creștere a agregatului monetar M3, dar mai ales pătrunderea acestuia în teritoriul negativ începând cu a doua jumătate a anului 2010 și atingerea minimului la nivelul seriei în anul 2011, s-a produs pe fondul unor evoluții heterogene la nivelul principalelor componente, în special datorită următorilor factori :

- recesiunea economică severă care a guvernat anii 2009 și 2010 și creșterea economică modestă care a urmat;
- apariția și ulterior accentuarea constrângerilor de lichiditate ale companiilor și populației în condițiile majorării serviciului datoriei;

- realocarea deținerilor de instrumente monetare incluse în M3 în favoarea deținerilor de titluri de stat;
- declanșarea unui proces de dezintermediere financiară atât pe plan intern, cât și pe plan extern, cu implicații asupra procesului de creație monetară realizat de bănci ;
- majorarea cotei TVA și efectul statistic asociat creșterii ratei anuale a inflației.

Începând cu finele anului 2011, ritmul de creștere a masei monetare în sens larg (M3) a revenit la valori pozitive, valori care, deși s-au inversat în primele două trimestre ale anului 2013, au reintrat în teritoriul pozitiv în trimestrul III al aceluiași an.



Analiza în structură a agregatului monetar M3 relevă faptul că pierderile progresive de ritm și ulterior inversarea acestuia s-au datorat dinamicii tot mai pronunțat negative a masei monetare în sens restrâns (M1), pe fondul scăderii accentuate a cererii de bani pentru desfășurarea tranzacțiilor, în condițiile deteriorării situației financiare curente și așteptate a diferitelor categorii de agenți economici și creșterii costului de oportunitate al deținerii de active monetare cu grad ridicat de lichiditate.

Deși reducerea progresivă a soldului M1 a fost determinată de ambele sale componente, influența exercitată de depozite *overnight* a fost semnificativ mai mare, având în vedere variațiile anuale negative caracterizate de amplitudini ridicate ale acestei componente, care s-au succedat pe o durată mai lungă de timp decât în cazul numerarului în circulație.

Începând cu sfârșitul anului 2011, ritmul de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) a reintrat în teritoriul pozitiv, în special datorită accelerării creșterii numerarului în circulație, dar și reînregistrării unor evoluții pozitive la nivelul depozitelor *overnight*, a căror dinamică deși pozitivă, s-a menținut modestă până la sfârșitul perioadei.

Una dintre mutațiile importante de natură structurală induse de criza financiară și recesiunea asociată economiei românești au vizat modificarea comportamentului deținătorilor de monedă, care a condus la schimbări în structura M3, în contextul în care activele monetare au fost realocate dinspre componentele mai lichide înspre depozitele la termen.



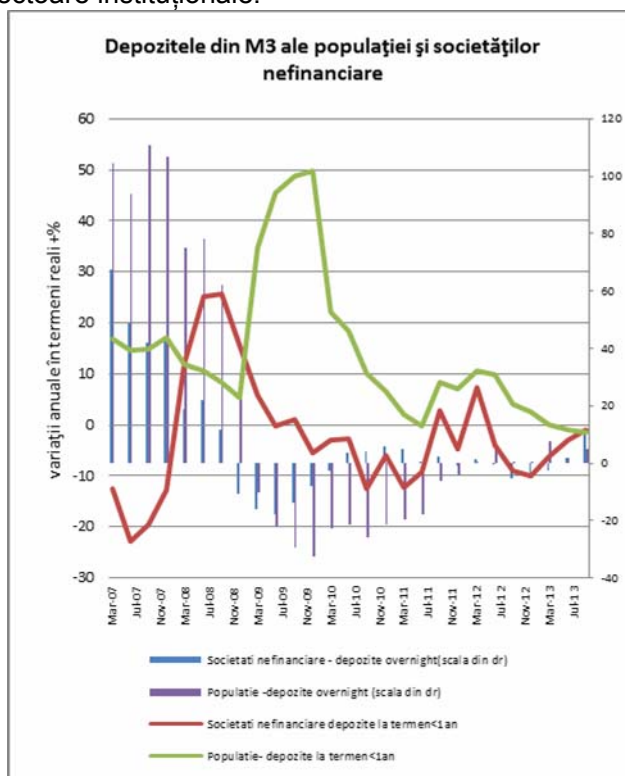
Astfel, dinamica depozitelor la termen s-a accelerat începând cu anul 2009, reflectând în principal sporirea cererii de bani în scop precautionar, pe fondul deteriorării situației curente și așteptate a sectoarelor nebancale. Dinamica înaltă a acestei categorii de depozite a început să se reducă vizibil începând cu a doua jumătate a anului 2010, a intrat chiar în teritoriul negativ în primele două trimestre ale anului 2011, revenind ulterior pe o traiectorie ascendentă și cantonându-se în jurul unor valori marginal pozitive. O posibilă explicație a acestor pierderi succesive de ritm este că, deși motivul economisirii a rămas prezent în comportamentul deținătorilor de monedă, reducerea depozitelor s-a datorat mai degrabă presiunilor semnificative de ajustare la care au fost supuse majoritatea categoriilor de venituri.

Aceste evoluții au condus la refacerea progresivă și consolidarea ponderii majoritare a acestei categorii de depozite în totalul masei monetare în sens larg,

cea ce reiterează importanța ridicată a motivului precauționar al cererii de bani odată cu declanșarea crizei financiare internaționale.

Creșteri notabile au înregistrat și instrumentele financiare incluse în M3 (M3-M2), în special ca urmare a sporirii numărului fondurilor de piață monetară și implicit al acțiunilor emise, în condițiile în care aceste plasamente au continuat să ofere oportunități viabile de diversificare a portofoliilor. Cu toate acestea, ponderea deținută de aceste instrumente în totalul masei monetare s-a menținut redusă.

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă faptul că modificarea de portofoliu, respectiv migrarea depozitelor *overnight* spre cele cu scadență superioară, a fost mai evidentă în cazul populației decât în cazul companiilor, ecartul ritmurilor de creștere ale depozitelor la termen în cazul celor două sectoare instituționale adâncindu-se progresiv până spre finele anului 2010, pe fondul traiectoriilor divergente pe care le-au urmat deținerile de monedă ale acestor două sectoare instituționale.



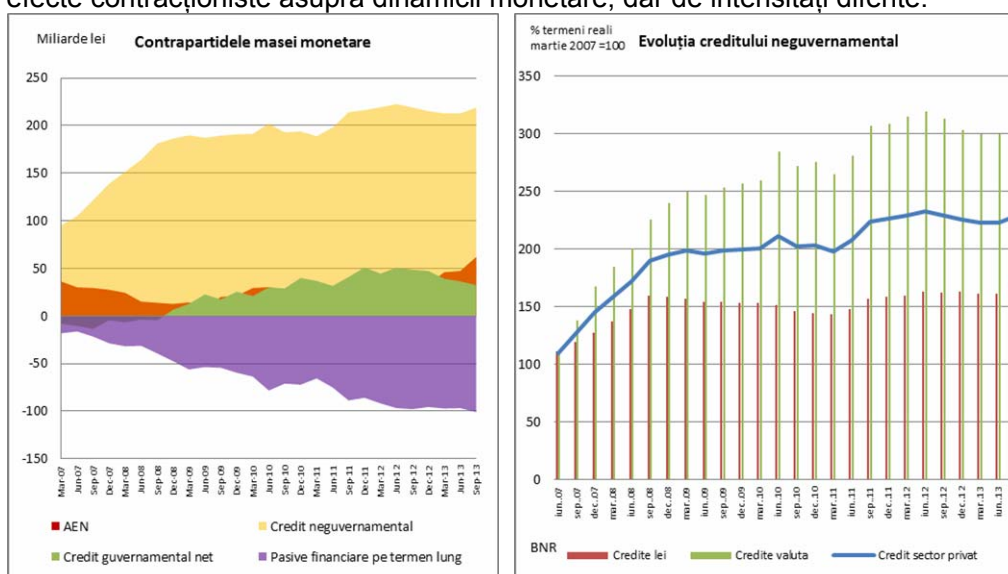
Astfel, deși dinamica alertă a depozitelor la termen ale populației s-a temperat semnificativ începând cu sfârșitul anului 2010, contribuția acesteia la dinamica masei monetare în sens larg (M3) s-a menținut pozitivă până la sfârșitul seriei supuse analizei, semnalând faptul că motivul precauționar al cererii de monedă, deși într-o oarecare scădere în timp, s-a menținut prezent. Evoluțiile deținerilor de monedă ale acestui sector în perioada 2009-2013 au fost influențate

cu precădere de dinamica veniturilor disponibile, de evoluția serviciului datoriei și de posibila reorientare spre forme alternative de investire cum ar fi titlurile de stat și acțiunile fondurilor de piață monetară.

Evoluția modestă a depozitelor companiilor, reflectată atât în decelerarea ritmului de creștere, cât și în plasarea acestuia în teritoriul negativ, reflectă ciclicitatea sporită a cererii de monedă a acestui sector și se datorează deteriorării fluxurilor de trezorerie, accesului la împrumuturi bancare și creșterii preferinței pentru surse interne de finanțare, precum și constrângerii exercitate de serviciul datoriei.

II. Analiza contrapartidelor masei monetare

Analiza principalelor contrapartide ale masei monetare a decelat faptul că expansiunea masei monetare în primii doi ani fost determinată de creșterea creditului neguvernamental, care s-a poziționat în permanență pe o traiectorie ascendentă și, într-o măsură redusă, de sporirea activelor externe nete. În același timp, creditul guvernamental net și pasivele financiare pe termen lung au exercitat efecte contracționiste asupra dinamicii monetare, dar de intensități diferite.



Factorii care au susținut intermedierea financiară în anii asociați fazei ascendente a ciclului economic au fost atât de natura ofertei, cât și a cererii.

Pe partea ofertei, au acționat în principal :

- majorarea competiției la nivelul sistemului bancar, care a stimulat contractarea de finanțare de către populație în vederea achiziționării de bunuri de folosință îndelungată și imobiliare;
- creșterea atractivității pieței financiare românești, având în vedere diferențialul pozitiv de dobândă al pieței autohtone, precum și așteptările de apreciere a monedei naționale;
- existența unui exces de lichiditate pe piața monetară și valutară;
- creșterea accesului instituțiilor de credit la finanțare externă, în special de la “băncile mamă”, având în vedere oportunitățile de profit oferite de piața autohtonă;

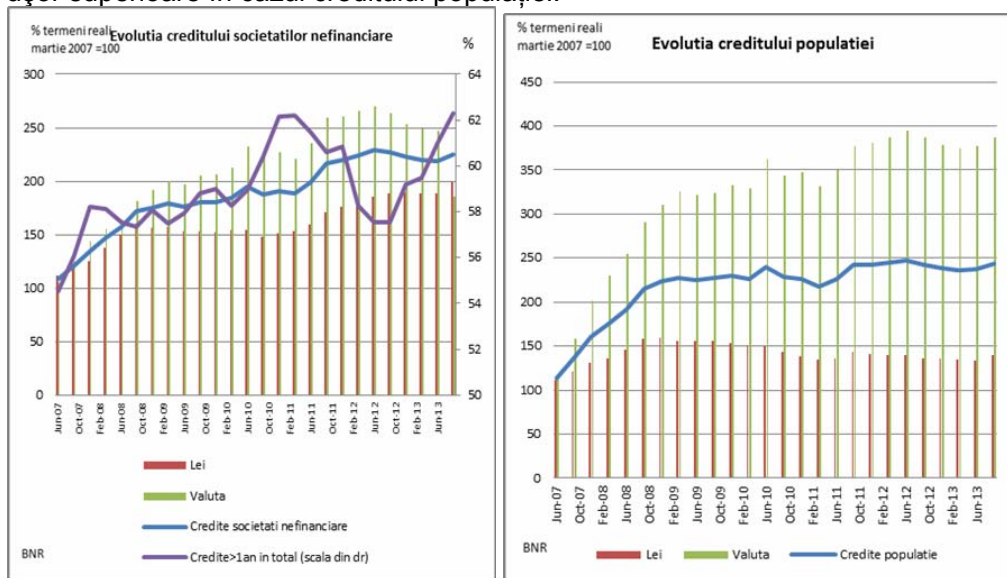
Din perspectiva cererii, principalii factori identificați au fost:

- revigorarea creșterii economice, majorarea veniturilor disponibile ale populației și îmbunătățirea situației financiare a companiilor;

- creșterea remiterilor muncitorilor români din străinătate;
- efectul de avuție și bilanț care a acționat prin majorarea averii nete a populației și creșterea eligibilității acestora în contractarea de credite;
- creșterea investițiilor străine directe, care au stimulat creșterea veniturilor și a consumului populației, având în vedere că cea mai mare parte a ISD s-a localizat în sectorul bunurilor necomercializabile, respectiv instituții financiare, comerț și sectorul imobiliar.
- scăderea costului creditelor în monedă străină pe fondul aprecierii monedei naționale;
- îmbunătățirea perspectivelor în ceea ce privește condițiile economice viitoare.

Ascensiunea puternică a creditului neguvernamental fost susținută în principal de componenta în valută, care a devenit cea mai activă componentă pe fondul ritmurilor anuale de creștere care s-au accelerat și au atins valori record de la an la an. Principalul factor de susținere a creditului în valută l-a constituit majorarea resurselor externe atrase de instituțiile de credit, având în vedere îmbunătățirea evoluțiilor macroeconomice, perspectiva economică bună oferită de aderarea la Uniunea Europeană, tendința de apreciere a monedei naționale, precum și oportunitățile superioare de profit oferite de piața internă.

Se remarcă gradul ridicat de asemănare atât în ceea ce privește profilul, cât și panta curbelor pe care s-au înscris împrumuturile populației și împrumuturile neguvernamentale totale, inclusiv în ceea ce privește componentele lei și valută, diferențele constând doar în existența unei întâzieri în apariția punctelor de inflexiune în cazul creditului neguvernamental și în manifestarea unei dinamici ușor superioare în cazul creditului populației.

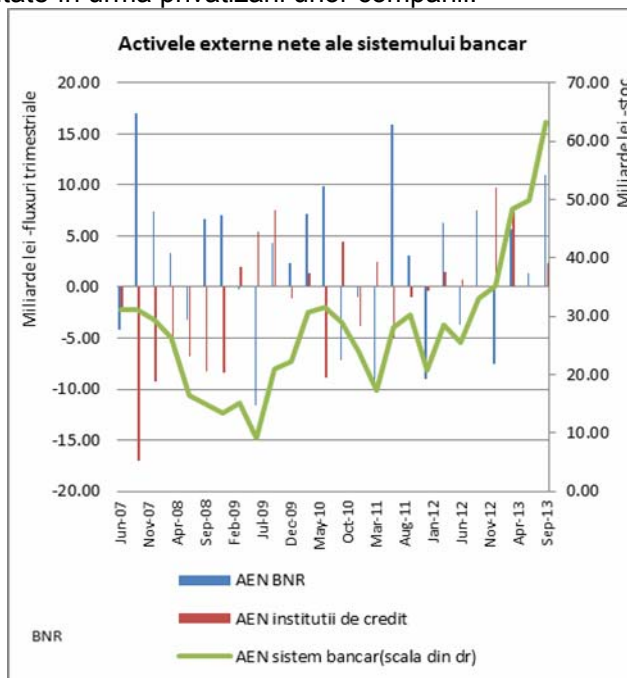


În cazul societăților nefinanciare, expansiunea creditului observată în primii ani ai perioadei a fost susținută cu precădere tot de componenta în valută, cu toate că ecartul dinamicilor componente în lei și valută a fost mai redus comparativ cu cel observat în cazul populației.

Totodată, creditul cu scadență mai mare de 1 an a reprezentat cea mai importantă sursă de finanțare pentru agenții economici. Pe fondul intensificării activității economice și îmbunătățirii perspectivelor viitoare ale acestora, respectiv creșterii cererii de investiții ca urmare a ameliorării oportunităților curente și viitoare de profit, creditul cu scadență mai îndepărtată în timp și-a sporit atractivitatea și și-a majorat progresiv atât ritmul de creștere, cât și ponderea în creditul total.

În ceea ce privește celelalte contrapartide principale ale M3, activele externe nete ale sistemului bancar au exercitat o influență negativă asupra creației monetare. În structură, contrapartida externă a masei monetare a fost grevată de influențele de sens contrar ale AEN ale BNR și AEN ale instituțiilor de credit, în special în prima parte a perioadei.

Activele externe nete ale Băncii Naționale a României au fost influențate în principal de: i) intervențiile pe piața valutară destinate prevenirii atât a aprecierii substanțiale și mult prea rapide a cursului de schimb, cât și a deprecierei abrupte pe fondul reducerii finanțării externe și creșterii incertitudinii care au urmat crizei financiare internaționale, ii) modificările operate la nivelul rezervelor minime obligatorii constituite în valută de instituțiile de credit, iii) veniturile obținute din administrarea rezervelor internaționale, iv) fondurile europene pre și postaderare, v) sumele rezultate în urma privatizării unor companii.



Efectele expansioniste exercitate asupra lichidității din economie de intervențiile pe piața valutară ale autorității monetare pot fi contrabalansate prin operațiuni de sterilizare care pot compensa efectele determinate de creșterea activelor externe nete ale băncii centrale având ca sursă cumpărările de deține.

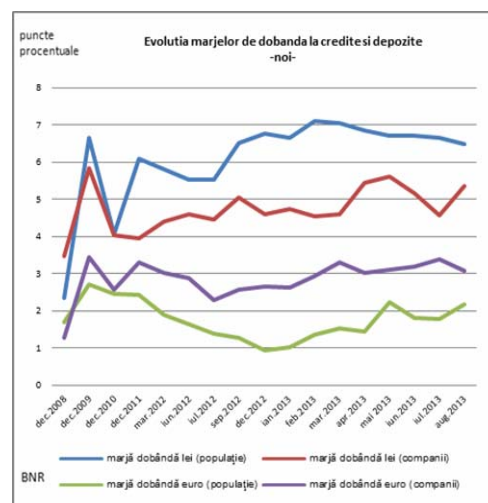
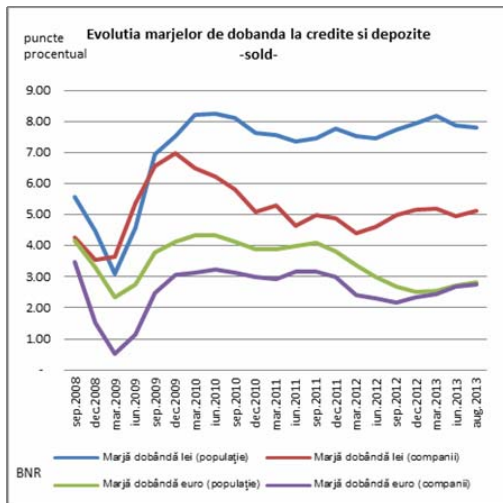
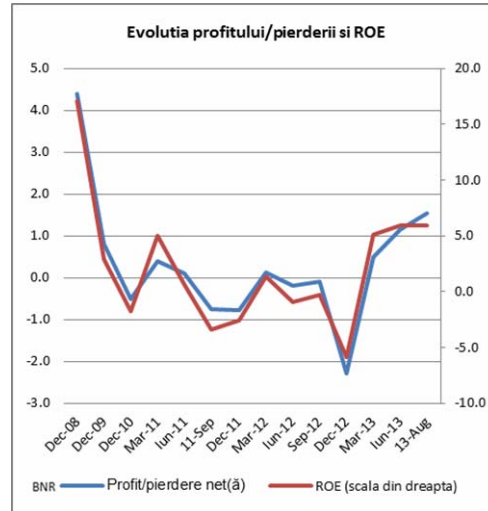
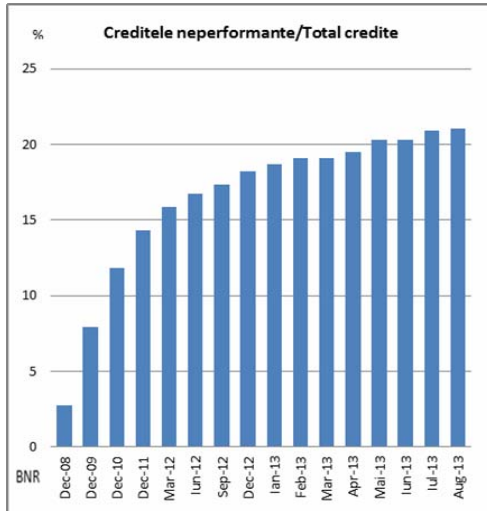
Activele externe nete ale instituțiilor de credit au evoluat în sens opus celor ale Băncii Naționale a României datorită creșterii accelerate a pasivelor externe, care a contrastat cu avansul mult mai redus înregistrat de plasamentele externe ale acestora, în special pe fondul majorării resurselor atrase de la “băncile mamă”.

În acești primi ani asociați fazei ascendente a ciclului economic, în sensul temperării expansiunii monetare au mai acționat atât pasivele financiare pe termen lung cât și creditul guvernamental net, al cărui sold negativ a exercitat o influență inhibitoare asupra lichidității din economie, influență care s-a redus progresiv spre finele anului 2008.

O dată ce efectele crizei financiare internaționale au fost resimțite de către economia românească, influența creditului acordat sectorului privat asupra masei monetare a devenit inhibitoare, având în vedere dinamica negativă care s-a majorat de la an la an. Această influență negativă descrisă anterior a fost contrabalansată de efectele asociate creșterii creditului guvernamental net și într-o oarecare măsură a activelor externe nete ale sistemului bancar, a căror intensitate a contribuției la expansiunea monetară a alternat de la an la an.

Începând cu anul 2009, sistemul financiar din România a evoluat în condiții puternic marcate de manifestarea virulentă a efectelor crizei financiare și economice internaționale. În aceste condiții, sistemul bancar românesc a fost expus la o serie de vulnerabilități noi, care i-au afectat capacitatea de a-și îndeplini funcția esențială de intermediere financiară: i) deteriorarea sentimentului piețelor financiare față de țările din Europa Centrală și de Est, care a sporit costurile de finanțare și volatilitatea cursurilor monedelor acestor țări, ii) criza financiară din zona euro și declanșarea procesului de dezintermediere financiară datorat problemelor bilanțiere ale instituțiilor de credit, iii) acutizarea crizei datoriiilor suverane în zona euro.

Pe fondul acestor evoluții, activitatea de creditare a instituțiilor de credit din România în perioada 2009-2013 a fost grevată de influențe adverse multiple, legate în principal de deteriorarea surselor de finanțare, deteriorarea calității portofoliului de active și creșterea costurilor de provizionare aferente, toate cu impact direct asupra profitabilității instituțiilor de credit și a capacității acestora de creditare a economiei. Totodată, în același sens, au acționat și evoluțiile consemnate la nivelul economiei reale, având în vedere scăderea activității economice în anii 2009 și 2010, menținerea unei creșteri modeste în anii ulteriori și deteriorarea continuă a perspectivelor economice viitoare.



Deteriorarea profitabilității sistemului bancar a determinat instituțiile de credit să crească și ulterior să mențină la niveluri ridicate marjele de dobândă la credite și depozite.

Astfel, anul 2009 a debutat cu accelerarea dinamicii descendente a creditului acordat sectorului privat, scăderile de ritm fiind atât de pronunțate încât variațiile anuale au pătruns în teritoriul negativ după doar două trimestre. Ca urmare, creditul neguvernamental a înregistrat prima scădere în termeni reali consemnată la nivelul întregii perioade analizate. Ulterior, ritmurile negative de creștere s-au adâncit progresiv și au guvernat întreaga perioadă aflată sub observație, cu excepția unor reveniri episodice care s-au observat în anii 2012 și 2013, când dinamica a reintrat în teritoriul pozitiv, dar a rămas apropiată de valoarea zero.

Evoluția creditului neguvernamental, în perioada care a debutat odată cu receptarea tensiunilor financiare internaționale de către economia românească, a fost influențată de o serie de factori, atât de natura cererii, cât și de natura ofertei.

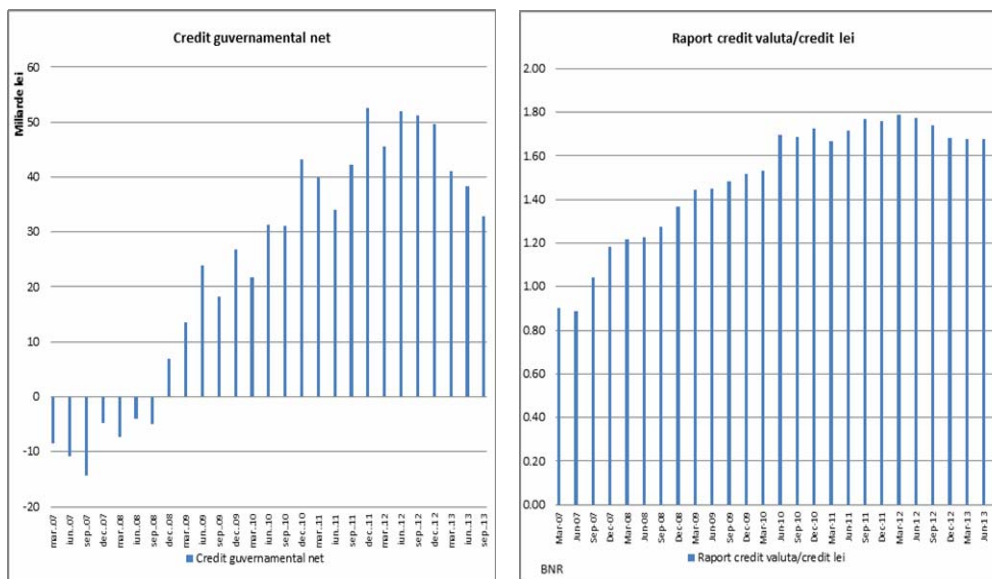
Din prima categorie pot fi menționați, în principal:

- reducerea veniturilor disponibile curente și așteptate ale populației, în paralel cu amplificarea temerilor legate de stabilitatea locului de muncă;
- nivelul ridicat al gradului de îndatorare a populației;
- deteriorarea situației financiare a firmelor, pe fondul creșterii costurilor de finanțare și reducerii oportunităților viitoare de profit;
- impactul nefavorabil exercitat de efectul de avuție și bilanț;
- menținerea la niveluri ridicate a ratelor dobânzilor și creșterea volatilității cursului de schimb;
- înăsprirea standardelor de creditare în condițiile majorării creditelor neperformante și a riscului asociat garanțiilor.

Totodată, în ceea ce privește oferta de credit, principalii factorii de influență au fost:

- reducerea accesului instituțiilor de credit la finanțare externă în condițiile crizei financiare internaționale;
- reducerea progresivă a poziției de debitor net față de sistemul bancar a băncii centrale și ulterior trecerea în poziția de creditor net;
- creșterea asimetriei informaționale și pe cale de consecință a gradului de prudență afișat de instituțiile de credit;
- reorientarea instituțiilor de credit către alte tipuri de plasamente (ex. titluri de stat);
- deteriorarea rezultatelor financiare ale instituțiilor de credit și creșterea costurilor de ajustare a capitalului la profilul de risc.

Deși riscurile asociate acestor factori s-au manifestat în economia românească, intensitatea efectelor lor a reușit să fie oarecum temperată de o serie de măsuri adoptate de autoritățile române în planul stabilității macroeconomice și financiare: i) încheierea acordului multilateral de finanțare cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și Banca Mondială, ii) materializarea angajamentelor asumate de părți în cadrul Inițiativelor europene de coordonare bancară, angajamente care au prevenit dezintermedierea financiară dezordonată sau excesiv de rapidă, respectiv au întărit cooperarea dintre autoritățile de supraveghere, iii) direcțiile de acțiune ale băncii centrale în plan prudențial, care au vizat intensificarea eforturilor sistemului bancar de provizionare, adecvare a capitalului și reglementare mai strictă a activității de creditare în valută în conformitate cu recomandările formulate de Consiliul European pentru Risc Sistemic.



Începând cu anul 2009, în cazul ambelor sectoare instituționale s-au consemnat ritmuri de creștere ale creditului din ce în ce mai reduse, care au devenit chiar negative, în condițiile cadrului macroeconomic dificil, scăderii încrederii la nivelul sectorului de afaceri și al populației și procesului de ajustare bilanțieră observat atât în sectorul bancar, cât și nebanca. Scăderea de ritm a fost mai pronunțată în cazul creditului în lei, ecartul ritmurilor celor două componente menținându-se aproape în permanență în favoarea componentei în devize, cu excepția ultimelor 5 trimestre ale seriei, când au fost înregistrate scăderi ample de ritm ale creditului în devize. Astfel, începând cu anul 2012, aceste evoluții au determinat o modificare în structura creditului acordat sectorului privat, respectiv inversarea și consolidarea tendinței descendente a raportului dintre creditul în valuta și cel în lei.

În ceea ce privește influențele exercitate de celelalte contrapartide principale ale M3 asupra dinamicii monetare, începând cu anul 2009, creditul guvernamental net a continuat evoluția ascendentă începută spre sfârșitul anului 2008, reflectată în diminuarea progresivă a soldului negativ și ulterior majorarea soldului pozitiv. Astfel, creșterile de ritm au devenit din ce în ce mai alerte în următorii doi ani, oglindind expansiunea cheltuielilor bugetare și implicit necesitatea acoperirii nevoii de finanțare a deficitului bugetar, atât prin lansarea de emisiuni de titluri de stat, cât și prin contractarea directă de împrumuturi de la sectorul bancar.

Deși soldul creditului guvernamental s-a majorat substanțial atingând valoarea record la sfârșitul anului 2011, dinamica acestuia a încetinit semnificativ în comparație cu debutul anului 2009, în special pe fondul disipării progresive a efectelor de bază favorabile care au influențat anterior ritmurile de creștere ale împrumuturilor directe și titlurilor guvernamentale emise. Totodată, începând cu jumătatea anului 2012, creditul guvernamental net a urmat o tendință

descendentă caracterizată, pe parcursul anului 2013, de dinamici din ce în ce mai alerte.

În ceea ce privește AEN, creșterea acestora a fost localizată îndeosebi la nivelul BNR, în condițiile în care activele externe nete ale instituțiilor de credit au urmat o evoluție oarecum liniară, afișând oscilații reduse în ambele sensuri. Totodată, creșterea activelor externe nete ale BNR a fost influențată în principal de: i) obținerea tranșelor aferente acordului multilateral de finanțare cu FMI, Comisia Europeană și Banca Mondială ii) emisiunile de titluri de stat în valută realizate de MFP pe piețele interne și internaționale de capital iii) sumele reflectând fondurile europene atrase iv) veniturile din administrarea rezervelor internaționale.

În ceea ce privește evoluția activelor externe nete ale instituțiilor de credit, acestea au fost influențate, pe de o parte, de reducerile consemnate la nivelul pasivelor externe pe fondul scăderii resurselor atrase de la băncile mamă, iar pe de altă parte de majorarea activelor externe, în special spre finele perioadei analizate, ca urmare a creșterii creditelor acordate nerezidenților și a deținerilor de titluri de valoare negociabile emise de nerezidenți.

III. Estimarea excedentului/deficitului de lichiditate din economie

În cadrul acestui demers, studiul și-a propus să estimeze și evalueze trei modalități alternative de cuantificare, respectiv trei măsuri alternative, a lichidității excedentare din economie.¹

Prima măsură este reprezentată de *deviația monetară nominală* (*nominal money gap*) definită ca diferența între nivelul actual al M3 și acel nivel al M3 care ar rezulta printr-o creștere a acestuia în linie cu o rată de referință stabilită, rată de referință care să corespundă criteriului de stabilitate a prețurilor.

A doua măsură este reprezentată de *deviația monetară reală* (*real money gap*). Aceeași valoare obținută la pasul anterior este deflatată cu indicele prețurilor de consum. Exprimat în valoare reală, indicatorul ia în considerare acea parte a lichidității excesive din economie care s-a acumulat într-o anumită perioadă și care a fost absorbită între timp de majorarea prețurilor, reflectând posibile deviații ale ratei inflației de la nivelul compatibil cu obiectivul de stabilitate a prețurilor.

A treia măsură utilizată pentru cuantificarea lichidității excesive o reprezintă așa-numitul *monetary overhang*, definit ca diferența dintre nivelul actual al agregatului monetar M3 exprimat în termeni reali și nivelul dezirabil al agregatului M3 obținut din ecuația pe termen lung a cererii de monedă.

În cazul prezentei analize, rata de creștere de referință a M3 a fost obținută utilizând ecuația schimbului, care stabilește o identitate între, pe de o parte, stocul real de monedă din economie și viteza de rotație a banilor, iar pe de altă parte nivelul prețurilor și venitul real.

$$M * V = P * Y$$

Ecuația poate fi rescrisă astfel;

$$\Delta m = \Delta y^r + \Delta p - \Delta v,$$

unde literele mici reprezintă valorile logaritmice ale variabilelor, iar Δ prima diferență a acestora.

Urmând linia acestei abordări, rata de referință a masei monetare în sens larg a fost obținută utilizând ca măsură cantitativă a stabilității prețurilor în România π intele anuale de inflație stabilite de BNR, trendul PIB real și trendul vitezei de circulație a M3. Astfel, identitatea prezentată mai sus devine:

$$\Delta m^{\text{ref}} = \Delta y^{\text{trend}} + \pi - \Delta v^{\text{trend}}$$

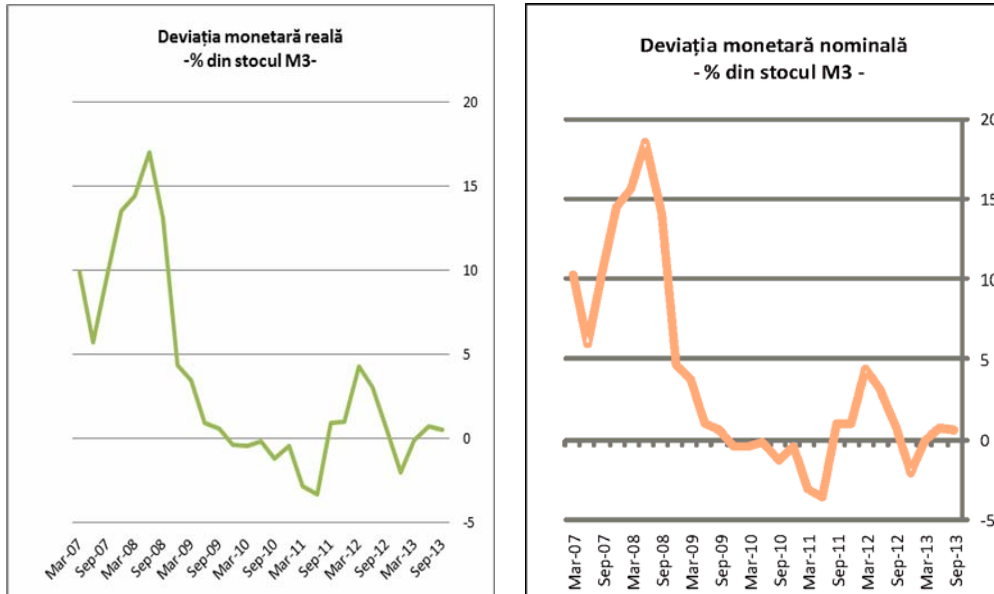
¹ Un studiu extins al diferitelor modalități de cuantificare a excesului de lichiditate din economie poate fi găsit în Papademos și Stark – Enhancing Monetary Analysis, Fisher, Lenza, Pill și Rechlin - Money and Monetary Policy. The ECB Experience 1999-2006, Masuch, Pill și Willeke – Monetary Analysis : Tools and Applications.



BNR, calculele autorului

După cum se poate observa, în perioada 2007-2008 rata anuală de creștere a M3 s-a accelerat și s-a poziționat cu mult peste rata de creștere de referință, ceea ce a condus la creșterea progresivă a lichidității din economie reflectată în majorarea *deviațiilor monetare nominală și reală*. Astfel, excesul de lichiditate captat de cei doi indicatori ar fi putut constitui un semnal la adresa poziției economiei în cadrul ciclului de afaceri, având în vedere că expansiunea M3 a fost asociată accelerării ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat și s-a regăsit în mare parte în cele mai lichide componente ale M3 utilizate cu precădere pentru desfășurarea tranzacțiilor. De asemenea, aceste evoluții au fost prezente pe faza ascendentă a ciclului economic, când incertitudinea redusă și așteptările favorabile ale agenților economici stimulează creșterea cheltuielilor.

Începând cu anul 2009, scăderea economică și incertitudinea asociată, precum și presiunile în sensul ajustării bilanțurilor la care au fost supuse instituțiile de credit, companiile și populația, au dus la reducerea semnificativă a lichidității din economie și la plasarea ratei anuale de creștere a M3 sub rata de creștere de referință, respectiv la diminuarea *deviațiilor monetare nominală și reală*.



BNR, calculele autorului

Cu toate acestea, având în vedere că acești indicatori prezintă o serie de limitări care le reduc consistența și funcția de semnal, limitări care oglindesc posibilele modificări în comportamentul deținătorilor și creatorilor de monedă, fluctuații ale cererii de monedă și șocuri asupra vitezei de rotație a banilor (evoluții care influențează atât calculul valorii ratei de creștere de referință, cât și evoluțiile ratei observate de creștere) aceste măsuri ale excesului de lichiditate trebuie validate cu precauție și interpretate în contextul unei analize cuprinzătoare a evoluțiilor economice și monetare. De altfel, instabilitatea ecuației cererii de monedă, care a fost surprinsă în demersul întreprins pentru construirea ultimului indicator, *monetary overhang*, reiterează importanța constrângerilor amintite anterior.

Calculul *monetary overhang* ca proxy al excesului de lichiditate din economie a avut la bază un model al cererii de monedă, care stabilește nivelul de echilibru, dezirabil, al stocului real de bani din economie. Astfel, modelul cererii de monedă utilizat este un Vector de Corecție a Erorilor, în cadrul căruia relația de cointegrare (relația de echilibru pe termen lung a cererii de monedă) are următoarea formă:

$$m_t - p_t = \alpha + \beta y_t + \gamma R_t + \delta r_t + \lambda \Pi_t$$

unde $(m-p)$ reprezintă stocul real de monedă (în cazul de față M3) logaritmat, y este PIB - real logaritmat, reprezentând motivul tranzacțional al cererii de monedă, r (Robor la 3 luni) și R (randamentul obligațiunilor de stat cu maturitatea de 10 ani) reprezintă rata dobânzii pe termen scurt și respectiv termen lung ca proxy pentru coșul de oportunitate ale deținerii de monedă, iar Π este rata

anualizată a inflației, interpretată și ea în parte ca un cost al deținerii de monedă relativ cu deținerea de active reale.

Parametrii $\beta > 0$, $\gamma < 0$, $\delta > 0$ având în vedere că reprezintă rata câștigului în cazul deținerii de monedă (instrumente monetare incluse în M3), iar $0 < \lambda < 1$ având în vedere ambiguitatea relației dintre inflație și stocul de monedă pe termen scurt și mediu.

$$\text{Overhang} = m - p - (\alpha + \beta y_t + \gamma R_t + \delta r_t + \lambda \Pi_t)$$

Relația de cointegrare obținută cu ajutorul testului de cointegrare Johansen este următoarea:

$$E_c = (m-p) - 22,825 y + 0,309 r - 0,392R - 0,157 \Pi$$

(2,11632) (0,02643) (0,05239) (0,02259)

Având în vedere identificarea existenței unei instabilități ridicate în ecuația cererii de monedă în intervalul [2009-2011], indicatorului *monetary overhang* nu a fost construit, având în vedere că, în această situație, informațiile furnizate de acesta au devenit irelevante. Testele de stabilitate aplicate ecuației cererii de monedă au identificat existența unor modificări structurale care au caracterizat relația dintre variabilele analizate și pe cale de consecință ecuația cererii de monedă, ceea ce a condus la variații semnificative ale valorilor coeficienților la nivelul eșantionului analizat.

Aceste rezultate au fost oarecum așteptate a priori având în vedere seria scurtă de date disponibilă, modificările structurale prin care a trecut economia românească în ultimul deceniu, precum și modificările comportamentelor deținătorilor și creatorilor de monedă asociate evoluțiilor economice și financiare care au guvernat economia românească în această perioadă de timp, perioadă care coincide și cu receptarea de către economia românească a efectelor crizei financiare internaționale.

Astfel, un aspect important care emană din studiul întreprins constă în, cel puțin în cazul economiei românești, importanța ridicată a analizei instituționale în detrimentul diferitelor evaluări cantitative, având în vedere înstabilitatea modelelor cererii de monedă și pe cale de consecință, incertitudinea cu privire la validitatea indicatorilor construiți (atât *deviațiile monetare*, cât și *monetary overhang*). Această concluzie finală reflectă atât recunoașterea faptului că este necesară o abordare bazată pe considerente structurale și comportamentale pentru a analiza evoluțiile monetare și implicațiile lor asupra economiei, cât și eficiența încă redusă a modelelor convenționale ale cererii de monedă în a oferi explicații convingătoare în legătură cu evoluțiile monetare, având în vedere particularitățile unei economii de piață încă tinere, așa cum este cazul economiei României.

Concluzii

Studiul de față a analizat evoluțiile monetare și de credit din economia românească în perioada 2007-2013. În cadrul acestui demers, au fost identificate principalele modificări ale comportamentului deținătorilor și creatorilor de monedă, împreună cu principalii lor determinanți, în condițiile receptării efectelor crizei financiare internaționale de către economia românească.

În perioada asociată fazei ascendente a ciclului economic, contribuția principală la majorarea M3 a revenit celor mai lichide componente incluse în M1, care au fost stimulate atât de reducerea costului de oportunitate al deținerii acestor instrumente monetare, cât mai ales de majorarea cererii de monedă în scopul desfășurării tranzacțiilor, dată fiind persistența unei dinamici economice alerte. Totodată, contribuția depozitelor pe termen scurt, altele decât depozitele *overnight* (M2–M1) la expansiunea monetară totală s-a redus treptat pe măsură ce creșterea economică și perspectivele favorabile legate de evoluțiile economice viitoare au imprimat majorărilor de venituri un caracter permanent, ceea ce a descurajat cererea de monedă în scop precauționar. Aceste evoluții au determinat o schimbare de structură în ceea ce privește distribuția ponderilor diferitelor componente în cadrul masei monetare în sens larg, ponderea masei monetare în sens restrâns (M1) în totalul masei monetare (M3) crescând sistematic și atingând la mijlocul anului 2008 valoarea maximă înregistrată la nivelul întregii serii de date.

În ceea ce privește sursele creației monetare, în acești primi doi ani ai perioadei analizate, expansiunea masei monetare a fost determinată în principal de creșterea alertă a creditului neguvernamental ca urmare a consolidării stabilității macroeconomice, îmbunătățirii perspectivelor economiei românești, creșterii disponibilității surselor de finanțare și competiției la nivelul sectorului bancar.

Efectele crizei financiare internaționale și ale recesiunii care a guvernat economia românească au exercitat influențe semnificative asupra evoluțiilor monetare, determinând modificări în comportamentul sectorului bancar și al deținătorilor de monedă, care au condus la realocări în cadrul portofoliilor atât între active monetare și nemonetare, cât și între diverse instrumente monetare. Reducerea progresivă a dinamicii masei monetare în sens larg și ulterior pătrunderea și cantonarea acesteia pe palierul negativ s-au produs pe fondul unor evoluții heterogene la nivelul principalelor componente, în special pe fondul accentuării constrângerilor de lichiditate ale companiilor și populației în condițiile majorării serviciului datoriei și declanșării unui proces de dezintermediere financiară pe plan extern și intern, cu implicații asupra procesului de creație monetară.

Spre deosebire de anii de creștere economică, pierderile progresive de ritm și ulterior inversarea sensului evoluției agregatului monetar cu sfera cea mai largă de cuprindere s-au datorat dinamicii tot mai pronunțat negative a masei monetare în sens restrâns, pe fondul scăderii accentuate a cererii de bani pentru desfășurarea tranzacțiilor, în condițiile deteriorării situației financiare curente și

așteptate a sectoarelor economice. În sensul temperării dinamicii negative a M3 a acționat dinamica ridicată a depozitelor la termen sub 1 an, care a oglindit una dintre mutațiile importante de natură structurală induse de criza financiară și recesiunea asociată economiei românești, respectiv modificarea comportamentului deținătorilor de monedă, în principal al populației. Aceste modificări au dus la schimbări notabile în structura M3, în contextul în care activele monetare au fost realocate dinspre componentele mai lichide spre depozitele la termen, reflectând sporirea cererii de bani în scop precautionar.

În ceea ce privește principalele contrapartide ale M3, creditul acordat sectorului privat a exercitat un efect contracționist puternic asupra lichidității din economie, având în vedere condițiile dificile, marcate de manifestarea virulentă a efectelor crizei financiare internaționale, în care a operat sistemul bancar românesc. Astfel, activitatea de creditare a instituțiilor de credit a fost grevată de influențe inhibitoare multiple legate în principal de deteriorarea surselor de finanțare, a calității portofoliului de active și creșterii costurilor de provizionare aferente, toate cu impact asupra profitabilității instituțiilor de credit și a capacității acestora de a îndeplini funcția esențială de intermediere financiară. Aceste influențe negative au fost contrabalansate de efectele exercitate de creditul guvernamental net, a cărui contribuție la dinamica monetară a crescut progresiv, oglindind expansiunea cheltuielilor bugetare și implicit a necesarului de finanțare a deficitului bugetar.

Indicatorii calculați pentru cuantificarea lichidității din economie au indicat faptul că, în anii de creștere economică, dinamica anuală a agregatului monetar cu sfera cea mai largă de cuprindere s-a accelerat și poziționat cu mult peste rata de creștere de referință estimată, ceea ce a dus la creșterea progresivă a lichidității din economie reflectată în majorarea *deviațiilor monetare nominală și reală*. Totodată, aceiași indicatori au arătat o reducere semnificativă a lichidității excedentare și chiar o majorare a deficitului de lichiditate din economie odată cu inflexiunea ciclului economic, pe fondul scăderii economice și incertitudinii asociate, precum și datorită presiunilor în sensul ajustării bilanțurilor la care au fost supuse instituțiile de credit, companiile și populația.

Informațiile oferite de *deviațiile monetare nominală și reală* nu au putut fi verificate prin estimarea celui de-al treilea indicator, *monetary overhang*, datorită identificării unei instabilități ridicate în ecuația cererii de monedă pentru economia românească, de altfel stabilitatea cererii de monedă constituind o condiție necesară pentru estimarea excesului de lichiditate prin acest ultim indicator.

Rezultatele obținute nu sunt surprinzătoare, având în vedere seria scurtă de date disponibilă, modificările structurale prin care a trecut economia românească în ultimul deceniu, precum și modificările comportamentale ale deținătorilor și creatorilor de monedă, pe fondul evoluțiilor economice și financiare care au guvernat economia românească în această perioadă de timp, perioadă care coincide și cu receptarea efectelor crizei financiare internaționale.

Aceste evoluții subliniază importanța ridicată a analizei instituționale în detrimentul diferitelor evaluări cantitative în cazul economiei românești, având în vedere instabilitatea modelelor cererii de monedă și, pe cale de consecință, incertitudinea cu privire la validitatea indicatorilor construiți (atât *deviațiile*

monetare, cât și *monetary overhang*). În acest sens, trebuie reiterată importanța considerentelor structurale și comportamentale pentru a analiza evoluțiile monetare și implicațiile lor asupra economiei, cât și eficiența încă redusă a modelelor convenționale ale cererii de monedă în a oferi explicații convingătoare în legătură cu evoluțiile monetare, având în vedere particularitățile unei economii de piață încă tinere, așa cum este cazul economiei României.

Bibliografie

- Antoși D, Stere T, Udrea I
Bistriceanu G, Botezatu A
(2007)
Banca Națională a României
(2005-2013)
Bayer A, Reichlin L
(2008)
- European Central Bank
(2006)
European Central Bank
(2009)
- Hall S, Swamy P, Tavlas G
(2012)
- Issing O
(2005)
Kahn G, Benolkin S
(2007)
- Masuch K, Pill H, Willeke C
(2001)
Papademos L, Stark J
(2010)
Polleit T, Gerdesmeier D
(2005)
- ”Evoluții monetare în economia românească: determinanți și implicații”, *Caiete de studii nr. 21*, Banca Națională a României.
Raport asupra inflației, Raport anual, Raport asupra stabilității financiare.
The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty First Century, ECB Central Banking Conference, Frankfurt.
”Sectoral money holdings: determinants and recent developments”, *Monthly Bulletin*, August.
”Tracking extraordinary portfolio shifts into money during the period of financial turmoil”, *Monthly Bulletin*, January.
”Milton Friedman, the demand for money, and the ECB’s monetary policy strategy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, June.
The monetary pillar of the ECB, The ECB and Its Watchers Conference, June.
The role of money in monetary policy : why do the Fed and ECB see it so differently?
www.KansasCityFed.org
Framework and tools of monetary analysis, European Central Bank, August.
Enhancing monetary analysis, European Central Bank.
”Measures of excess liquidity”, *Working Paper 65*, Frankfurt School of Finance and Management, August.