



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU“

Vol. 437

Colectia
BIBLIOTECA ECONOMICĂ

Seria
*Probleme
economice*

**EVALUAREA
CONDIȚIILOR MONETARE**

Florian LIBOCOR

ISBN 978 - 973 - 159 - 180 - 3



Centrul de Informare și Documentare Economică



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE
„COSTIN C. KIRIȚESCU”
Centrul de Informare și Documentare Economică

EVALUAREA CONDIȚIILOR MONETARE

Florian LIBOCOR



Centrul de Informare și Documentare Economică

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

Redactor: ADELINA BIGICĂ
Concepție grafică, machetare și tehnoredactare: VICTOR PREDĂ
CIDE/STUDII/PROBLEME: Prob-FlorianLibocor_437.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 1222-5401,
fie pe fiecare titlu în parte, respectiv pe ISBN alocat fiecărui volum.

Pentru volumul de față: ISBN: 978-973-159-180-3

Cuprins

1. Introducere.....	5
2. Aspecte teoretice	5
3. Construcția ICM	10
4. Concluzii: rezultatele și interpretarea analizei.....	13
Bibliografie	15

1. Introducere

Această lucrare are ca scop analizarea evoluției conduitei de politică monetară prin prisma evoluțiilor economice în perioada 2006-2014. În acest scop a fost construit un indice al condițiilor monetare (ICM). Acest indicator a fost calculat inițial la începutul anilor '90 de către băncile centrale din Canada, Noua Zeelandă, Suedia etc., în scopul de a generaliza țintirea ratelor dobânzii, incluzând și impactul cursului de schimb asupra economiei și care a câștigat atenția factorilor de decizie în cadrul băncilor centrale, ca instrument de evaluare și ajustare a conduitei politicii monetare.

Datorită faptului că indicele oferă o imagine combinată a factorilor de influență interni și externi asupra condițiilor monetare generale ale unei economii, construcția lui a prezentat interes și pentru instituții financiare altele decât băncile centrale cum ar fi instituțiile financiare internaționale sau instituțiile bancare. În ansamblu, ICM poate fi privit ca un indicator al conduitei politicii monetare și este expresia mediilor ponderate ale modificărilor ratei de dobândă și a cursului de schimb, raportate la valoarea din perioada de referință.

În cadrul capitolului al doilea sunt evidențiate câteva aspecte teoretice ale procesului de construcție și implementare a politicii monetare, setul de instrumente pe care le utilizează banca centrală pentru atingerea obiectivului fundamental de stabilitate a prețurilor și canalele de transmisie a politicii monetare. În acest capitol sunt de asemenea prezentate modul de calcul al indicelui, argumentele și vulnerabilitățile aferente folosirii acestui indice și cele trei modalități de abordare pentru calcularea coeficienților aferenți ratei dobânzii și ratei cursului de schimb.

În capitolul al treilea este calculat indicele condițiilor monetare a cărui coeficienți au fost obținuți prin modul de calcul bazat pe ponderea comerțului, care are la bază raportul pe termen lung exporturi/PIB. În ultimul capitol sunt prezentate și interpretate rezultatele analizei în contextul evoluției evenimentelor economice care au avut loc în perioada analizată și care au justificat adecvarea conduitei de politică monetară în scopul realizării obiectivului fundamental de stabilitate a prețurilor.

2. Aspecte teoretice

În cadrul procesului de construcție și implementare a politicii monetare, băncile centrale dispun de un set de instrumente pe care le pot utiliza cu intensități variabile în sens restrictiv sau stimulat, în vederea atingerii unuia sau mai multor obiective. Banca Națională a României dispune de un set de cinci instrumente de politică monetară pe care le utilizează pentru atingerea obiectivului fundamental de stabilitate a prețurilor:

- operațiunile de piață monetară;

- facilitățile permanente acordate instituțiilor de credit;
- rezervele minime obligatorii;
- contrapartidele eligibile;
- activele eligibile.

Între acestea, importanța cea mai mare ca instrument de politică monetară o au operațiunile de piață monetară (operațiunile open market) prin care banca centrală realizează calibrarea ratelor de dobândă și a lichidității pieței monetare, precum și transmiterea către piețe a semnalelor privind orientarea politicii monetare.

Stabilitatea prețurilor este simultan și constant atât o consecință pe termen scurt a impulsurilor economice interne (naționale) și externe cu impact asupra echilibrului pieței (cererea și oferta agregată), cât și a obiectivului și efectului pe termen mediu și lung al conduitei politicii monetare și eficienței mecanismului de transmisie în ajustarea cererii agregate și a prețurilor.

În literatura economică de specialitate sunt identificate diverse canale de transmisie a politicii monetare, însă practica economică evidențiază ca fiind importante cu precădere următoarele: creditul, cursul de schimb, efectele de avuție și bilanț, și anticipațiile inflaționiste.

Indiferent de clasificarea lor, canalele de transmisie a politicii monetare se încheie cu o creștere a investițiilor care duce la creșterea rezultatului economic (Produsul Intern Brut). Excepție fac canalul cursului de schimb, al efectului de avuție (ambele din grupa altor prețuri ale activelor) și al efectului de bilanț al gospodăriilor (din grupa creditului), care se încheie cu o creștere a exporturilor nete, a consumului, respectiv a cheltuielilor cu achiziția bunurilor durabile și a caselor, care generează o creștere a PIB¹.

Oricum, între instrumentele folosite și obiectivele stabilite există legături indirecte și perioade de întârziere (*lag-uri*) în cadrul mecanismului de transmisie, ceea ce explică faptul că majoritatea băncilor centrale au și obiective intermediare cum ar fi de exemplu agregatele monetare sau cursul de schimb.

Răspunsul dat de un obiectiv intermediar la o schimbare operată în cadrul unui instrument indică nivelul de eficiență a politicii monetare. Astfel, în cazul schimbării instrumentului de politică monetară, banca centrală poate opera direct asupra unui obiectiv operațional (ca de exemplu rata dobânzii pe termen scurt).

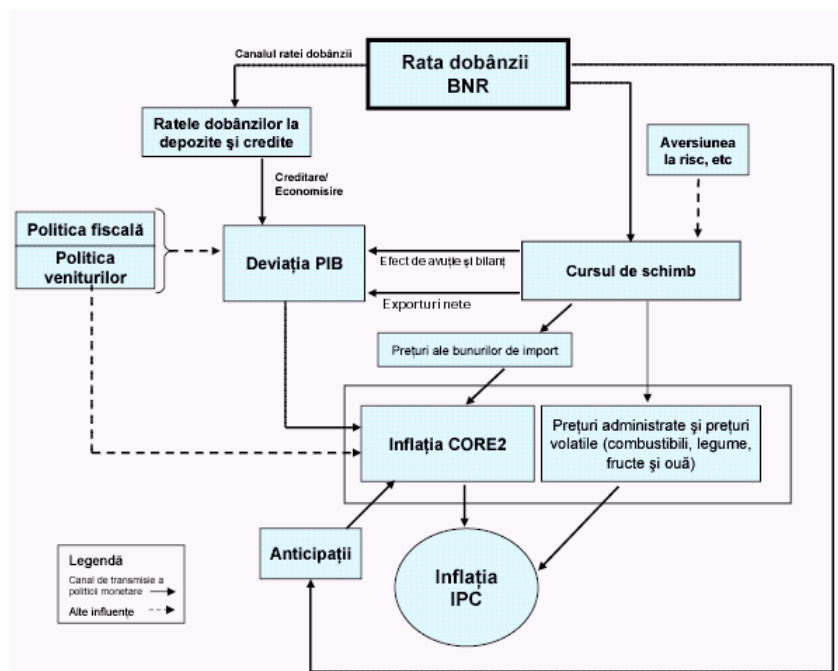
Literatura de specialitate evidențiază două distincții² între obiectivul operațional și obiectivul intermediar. Prima constă în cât de direct și rapid afectează obiectivele o modificare a unui instrument, iar cea de a doua distincție se face în funcție de natura obiectivelor. Obiectivul intermediar este în mod uzual o variabilă nominală care poate fi ancora nominală pentru sistem, în timp ce obiectivul operațional nu va fi în mod uzual în măsură a fi utilizat ca ancoră nominală.

¹ Mishkin, S.F., 1996.

² Freedman C, 1994.

Figura nr. 1

Mecanismul de transmisie a politicii monetare



Sursa: www.bnr.ro

Rolul de țintă operațională a ratei dobânzii pe termen scurt nu este contestat însă, la începutul anilor '90, Banca Centrală a Canadei a anunțat ca obiectiv operațional pentru politica sa monetară, indicele condițiilor monetare (ICM).

ICM este o combinație a ratei dobânzii pe termen scurt (IR) și ratei cursului de schimb (ER). Formula de bază pentru calcularea ICM este :

$$ICM_t = \omega_1(IR_t - IR_0) + \omega_2(ER_t - ER_0)$$

Indexul t indică timpul, $t = 0$ indică perioada de bază iar ω_1 și ω_2 reprezintă valoarea ponderilor ratei dobânzii și, respectiv, ratei cursului de schimb.

Indicele condițiilor monetare a câștigat atenția factorilor de decizie în cadrul băncilor centrale din Canada, Noua Zeelandă, Suedia, Norvegia, a instituțiilor financiare internaționale precum Fondul Monetar Internațional (FMI/angl. IMF) și Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE / engl. OECD) și a unor instituții bancare precum Deutsche Bank, Goldman Sachs și JP Morgan. Băncile centrale utilizează indicele în scopul gestionării politicii monetare, instituțiile financiare internaționale îl utilizează pentru a evalua politicile monetare ale diverselor autorități monetare iar instituțiile bancare utilizează indexul pentru a-și forma o opinie veridică asupra mediului de politică monetară din diverse state.

Argumentele în favoarea construirii ICM relevă câteva trăsături specifice. Indicele este simplu de calculat. Una din ipotezele de la care se pornește este faptul că cererea agregată este influențată prin canalul cursului de schimb cu precădere în economiile cu un grad mic de deschidere. Indicele generalizează țintirea ratelor dobânzii pentru a încorpora și impactul cursului de schimb asupra unei economii deschise și poate servi ca obiectiv operațional al politicii monetare. ICM oferă o imagine combinată a factorilor de influență interni și externi asupra condițiilor monetare generale ale unei economii, ceea ce poate prezenta interes și pentru instituții, altele decât băncile centrale.

În ansamblu, ICM poate fi privit ca un indicator al conduitei politicii monetare³ și este expresia mediilor ponderate ale modificărilor ratei de dobândă și a cursului de schimb, raportate la valoarea din perioada de referință.

O primă provocare în construcția ICM constă în alegerea uneia din cele trei metode importante⁴ identificate de literatura de specialitate, care pot fi folosite pentru a calcula ponderile ICM în funcție de abordarea modului de calcul al ICM:

- a) bazat pe o singură ecuație,
- b) bazat pe ecuații multiple, și
- c) bazat pe ponderea comerțului.

Modul de calcul bazat pe o singură ecuație este cea mai uzuală cale de a obține ponderile și presupune estimarea unei funcții a cererii agregate sau prețurilor prin formula:

$$\Delta Y_t = \alpha \Delta IR_t + \beta \Delta ER_t + x + \text{eroare}$$

unde Δ reprezintă diferența de ordin întâi a cererii agregate sau a prețurilor ($\Delta Y_t = Y_{1t} - Y_{1(t-1)}$), IR este rata dobânzii iar ER este rata cursului de schimb valutar, iar x reprezintă alte variabile economice care pot fi introduse în ecuație. Funcția încearcă să evidențieze efectul pe care o modificare a IR, ER și x îl are asupra PIB (expresie a comportamentului cererii agregate) sau IPC (expresie a comportamentului prețurilor). Coeficienții α și β , derivate parțiale ale ratei dobânzii și cursului de schimb pot fi considerate ca fiind ponderile ω_1 și ω_2

ale ratei dobânzii și ratei cursului de schimb, astfel încât $\frac{\omega_1}{\omega_2} = \frac{\alpha}{\beta}$.

Modul de calcul bazat pe ecuații multiple presupune estimarea unor modele macroeconomice, în cadrul cărora ponderile sunt obținute prin soluționarea unui sistem de ecuații. Pot fi utilizate modele IRF (impulse response function) care măsoară reacția răspuns a PIB sau IPC la șocuri individuale ale ratei dobânzii sau a ratei cursului de schimb sau modele VAR (vector autoregresiv) în care sunt utilizate serii de timp pentru PIB sau IPC, rata dobânzii și rata cursului de schimb. Ponderile sunt indicate de reacția medie cumulată a PIB (IPC) la șocurile ratei dobânzii și ratei cursului de schimb într-un număr (interval) de trimestre.

³ Neil R. Ericsson, Eilev S. Jansen, Neva A. Kerbeshian and Ragnar Nymoen, 1997.

⁴ Batini și Turnbull, 2000, 2002.

Adoptarea acestui mod de calcul prezintă vulnerabilități din punct de vedere al asocierii corecte a șocurilor cu variabilele relevante.

Modul de calcul bazat pe ponderea comerțului este cel mai simplu și are la bază raportul pe termen lung exporturi/PIB. Ponderea acordată ratei dobânzii se calculează ca diferență între "1" și valoarea raportului exporturi/PIB. Modul de calcul este simplu însă și vulnerabil din punct de vedere al imposibilității de a încorpora toate detaliile aferente efectelor variabilelor relevante din economie.

În alegerea unui mod de calcul optim trebuie să se țină seama de faptul că un mod simplu poate fi mai rapid însă vulnerabil, deoarece nu include toate variabilele relevante, ceea ce compromite calcularea ICM. Pe de altă parte, un mod de calcul complex (bazat pe ecuații multiple) poate fi mai puțin rapid, însă, deoarece va încorpora variabilele relevante, timpii diferiți de răspuns ai economiei la modificările dobânzii sau a cursului de schimb etc., va facilita probabil calcularea unui indice mult mai corect și precis. Suma ponderilor ω_1 și ω_2

trebuie să fie unitară iar raportul lor (ω_2) indică impactul modificării ratei dobânzii sau ratei cursului de schimb asupra economiei reprezentată de cererea agregată sau de prețuri (mult mai des utilizate în literatura de specialitate)⁵. Argumentul pentru care se alege ca economia să fie măsurată/reprezentată prin cererea agregată este că *"deviația PIB și așteptările inflaționiste sunt principalele forțe care stau în spatele creșterii sau scăderii presiunilor inflaționiste și modificările în cererea agregată sunt determinantul-cheie al modificărilor deviației PIB"*⁶.

O a doua provocare în construirea ICM constă în alegerea valorilor în care sunt exprimate variabilele, valori nominale sau valori reale. Dilema se regăsește în raționamentul adoptării motivației alegerii, iar soluția în răspunsul la întrebarea: ICM ia în considerare comportamentul inflației sau decizia de consum/investiție care modifică comportamentul cererii agregate? Dacă se consideră că ICM ia în calcul comportamentul inflației, este rațional a se opta pentru exprimarea variabilelor în termeni reali.

Totodată, se consideră că agenții economici își bazează decizia de consum sau investiție pe comportamentul ratelor reale. Pe de altă parte, studiile economice au relevat faptul că populația poate cădea în capcana iluziei monetare ceea ce o va determina să țină seama de comportamentul ratelor nominale în luarea deciziilor de consum⁷. Un alt argument în favoarea utilizării valorilor nominale poate fi frecvența datelor⁸.

⁵ Au fost formulate critici asupra opțiunii de extragere a ponderilor prin utilizarea unei funcții de cerere agregată în economii în care obiectivul general al politicii monetare este inflația, așa cum a fost cazul în Canada și Noua Zeelandă.

⁶ Freedman, 1994.

⁷ Fisher, I., 1928; Akerloff și Shiller, 2009.

⁸ În cazul în care frecvența datelor este zilnică, este mai ușoară și mai rapidă construcția unui ICM nominal având la dispoziție dobânda și cursul de schimb în fiecare zi, odată ce inflația, pentru a calcula valorile reale, este disponibilă doar lunar.

Macromodelul economiei românești în tranziție⁹ evidențiază absorbția internă prin tranzacții de piață, consumul public și autoconsumul gospodăriilor ca fiind variabile explicative ale absorbției interne totale. Absorbția internă prin tranzacții de piață este explicată în macromodel ca funcție de indicele prețurilor de consum, dobânda nominală deflatată și nivelul anterior al variabilei dependente. Cursul de schimb și importurile de bunuri și servicii sunt două din variabilele explicative ale exportului iar importul este funcție de PIB, absorbția internă totală și nivelul anterior al variabilei dependente (varianta 1997) sau funcție de cursul de schimb, deficitul bugetului general consolidat, nivelul anterior al variabilei dependente și alți factori exogeni (varianta 1999, 2000).

În general, construcția corectă și relevantă a unui Indice al Condițiilor Monetare este dată de corectitudinea modelului care stă la baza calculului ponderilor dobânzii și cursului de schimb utilizate în construcția ICM. *“... ponderile pentru un ICM nu sunt observabile în mod direct ci trebuie obținute dintr-un model empiric. Atât analitic cât și empiric, acest model face asumții puternice în ceea ce privește stabilitatea, cointegrarea, dinamica, caracterul exogen și alegerea variabilelor. Aceste asumții sunt verificabile în practică, însă doar câteva astfel de teste au fost calculate pentru actualele modele de ICM”*¹⁰

3. Construcția ICM

Indicele este calculat ca suma ponderată a modificărilor ratei medii a dobânzii (IR) pentru operațiunile interbancare (tranzacții) și a cursului mediu de schimb euron (ER), ambele variabile raportate la valoarea din perioada de bază (decembrie 2008). A fost aleasă ultima lună a anului 2008 ca valoare de bază deoarece este anul care încheie ultimul ciclu de creștere economică a României odată cu declanșarea crizei financiare globale 2008-2009.

Pentru alegerea modului de calcul a ponderilor au fost avute în vedere mai multe elemente: a) banca centrală nu țintește cererea agregată; începând cu luna august 2005 strategia de politică monetară a BNR este țintirea directă a inflației, b) rata cursului de schimb și rata dobânzii sunt cele două canalele principale prin care banca centrală influențează comportamentul prețurilor, c) *condițiile monetare* indică o conduită stimulative sau restrictivă, ca urmare a impactului combinat al calibrării dobânzii și cursului, d) încercările de estimare a ecuației inflației pentru intervalul de calcul au indicat faptul că modificările comportamentului prețurilor sunt generate de un factor terț, altul decât dobânda și cursul, cu o pondere consistentă în anumite perioade din interval (de ex. așteptările inflaționiste, fiscalitatea, politica de salarii) etc.

Am ales modul de calcul bazat pe ponderea comerțului iar ponderea cursului de schimb calculat pe baza raportului pe termen lung exporturi/PIB este

⁹ Dobrescu, 2002.

¹⁰ Eika et al., 1996.

0,3605. Ponderea ratei dobânzii de 0,6395 a fost calculată pornind de la ipoteza simplă că suma celor două ponderi trebuie să fie unitară.

Indicator	ERw	IRw	suma	IRw/ERw
valoare	0.36052	0.63948	1	1.8

Baza de date utilizată este prezentată mai jos în valori nominale (tabelele 1-3).

Tabelul nr. 1

Indicele prețurilor de consum, (lunar, %)

2006M01	1.030000	0.240000	0.210000	0.420000	0.600000	0.150000
2006M07	0.110000	-0.070000	0.050000	0.210000	1.090000	0.740000
2007M01	0.200000	0.040000	0.070000	0.520000	0.640000	0.140000
2007M07	0.290000	0.860000	1.080000	0.970000	0.930000	0.640000
2008M01	0.860000	0.700000	0.670000	0.520000	0.490000	0.280000
2008M07	0.690000	-0.090000	0.400000	1.060000	0.320000	0.230000
2009M01	1.240000	0.880000	0.500000	0.270000	0.010000	0.200000
2009M07	-0.070000	-0.190000	0.390000	0.440000	0.670000	0.320000
2010M01	1.680000	0.200000	0.220000	0.350000	0.150000	0.160000
2010M07	2.580000	0.230000	0.560000	0.550000	0.520000	0.530000
2011M01	0.770000	0.770000	0.600000	0.660000	0.210000	-0.290000
2011M07	-0.350000	-0.350000	-0.210000	0.640000	0.420000	0.230000
2012M01	0.360000	0.640000	0.420000	0.070000	0.200000	-0.040000
2012M07	0.590000	0.510000	1.180000	0.290000	0.040000	0.600000
2013M01	1.340000	0.340000	0.040000	0.110000	0.230000	0.010000
2013M07	-0.340000	-0.200000	-0.570000	0.290000	-0.010000	0.330000
2014M01	0.850000	0.330000	0.030000	0.270000	NA	

Tabelul nr. 2

Rata dobânzii, (rata medie a dobânzii la operațiunile interbancare, lunar, %, p.a.)

2006M01	5.800000	8.470000	7.130000	7.830000	7.900000	8.930000
2006M07	7.750000	8.420000	7.820000	7.870000	7.980000	6.590000
2007M01	5.950000	6.390000	9.730000	8.920000	11.020000	8.020000
2007M07	5.510000	6.240000	6.470000	6.880000	7.130000	7.410000
2008M01	7.890000	9.650000	9.240000	9.990000	10.230000	9.700000
2008M07	10.150000	12.130000	11.550000	22.030000	14.070000	11.540000
2009M01	12.050000	14.270000	12.150000	10.070000	9.370000	9.410000
2009M07	9.110000	8.690000	9.030000	9.550000	8.440000	10.060000
2010M01	6.930000	5.620000	4.470000	4.400000	6.080000	5.510000
2010M07	4.460000	4.100000	4.060000	3.830000	3.580000	3.280000
2011M01	3.160000	4.440000	4.250000	4.040000	3.890000	3.840000

2011M07	3.780000	5.180000	4.760000	5.130000	5.630000	5.040000
2012M01	3.210000	2.930000	2.910000	3.280000	4.470000	4.370000
2012M07	4.040000	5.290000	4.540000	4.880000	5.740000	5.730000
2013M01	5.320000	4.970000	3.770000	2.810000	3.600000	3.730000
2013M07	4.370000	2.680000	2.780000	2.420000	1.350000	1.580000
2014M01	1.480000	3.430000	1.870000	2.680000	NA	

Tabelul nr. 3

Cursul de schimb EURRON, (lunar, curs mediu)

2006M01	3.644500	3.540400	3.507400	3.491100	3.507100	3.548300
2006M07	3.572300	3.527700	3.527000	3.519200	3.495400	3.414100
2007M01	3.393700	3.382400	3.369400	3.334900	3.285000	3.226400
2007M07	3.133700	3.223700	3.346600	3.352500	3.470700	3.528900
2008M01	3.693000	3.652800	3.721800	3.642600	3.659400	3.655700
2008M07	3.579200	3.526800	3.625400	3.745400	3.775300	3.915300
2009M01	4.232700	4.283900	4.282100	4.195400	4.168900	4.212600
2009M07	4.216800	4.218500	4.238900	4.284800	4.288100	4.224800
2010M01	4.140900	4.117900	4.087900	4.128500	4.174300	4.239600
2010M07	4.261100	4.238900	4.264200	4.279800	4.293100	4.292500
2011M01	4.262200	4.247200	4.164600	4.099200	4.112000	4.192900
2011M07	4.240500	4.250100	4.282000	4.323800	4.353600	4.326700
2012M01	4.342800	4.350600	4.365200	4.376000	4.438100	4.460300
2012M07	4.548400	4.516300	4.500700	4.558300	4.525500	4.489500
2013M01	4.379300	4.384800	4.391500	4.380200	4.337500	4.476500
2013M07	4.425700	4.435300	4.462700	4.446200	4.444800	4.463300
2014M01	4.521900	4.490600	4.493100	4.462000	NA	

În calculul ICM am utilizat valorile variabilelor menționate, cu frecvență lunară. Ratele reale ale dobânzii au fost calculate ca diferența între ratele medii ale dobânzii la operațiunile interbancare, deflatate cu rata inflației, față de valoarea de referință din decembrie 2008. Valorile ratei cursului de schimb au fost deflatate cu rata inflației, logaritmice și raportate la aceeași valoare de referință ca și ratele dobânzii.

Literatura de specialitate definește valoarea de referință ca fiind valoarea pentru care variabilele indică nivelul "neutru", de optim, al condițiilor economice. În practică acest nivel este foarte dificil de estimat cu acuratețe. Astfel, teoria sugerează ca alternativă alegerea nivelului de optim prin calcularea unei medii aritmetice simple și identificarea perioadei în care seria are cea mai apropiată valoare față de media calculată.

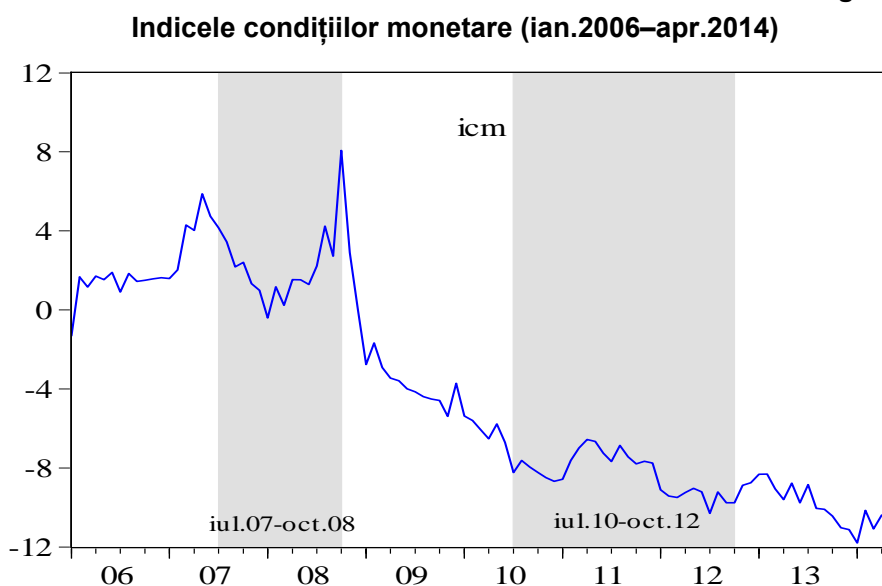
Alegerea nivelului de referință în decembrie 2008 (sau un alt reper) nu împiedică citirea sau interpretarea indicelui condițiilor monetare care indică o

politică monetară restrictivă atunci când crește \square i, respectiv, stimulativă atunci când scade.

4. Concluzii: rezultatele și interpretarea analizei

Interpretarea graficului prezentat în figura nr. 2 arată că, în perioada ianuarie 2006–iulie 2007 condițiile monetare au fost restrictive, cu un caracter mai accentuat în primul semestru al anului 2007.

Figura nr. 2



Aprecierea graduală a monedei naționale din ultima parte a anului 2006 a fost accelerată începând cu luna ianuarie 2007 de intrările mari de capitaluri, stimulate de dublarea dobânzilor (rata medie a dobânzii la operațiunile interbancare a crescut de la 6% în luna ianuarie, la 11% în luna mai), pe fondul liberalizării complete a contului de capital (proces încheiat cu circa un an înainte). Dublarea dobânzilor interbancare a avut loc în contextul în care autoritatea monetară a redus rata dobânzii de politică monetară cu 1,5 puncte procentuale, de la 8,75% la 7,25% în perioada respectivă.

Intrările mari de capitaluri nu au fost înregistrate doar în economiile emergente, precum cea a României, ci și în economii dezvoltate cu venituri medii și mari, precum Marea Britanie, Franța sau Spania¹¹. În cazul economiilor emergente, intrarea masivă de capitaluri poate fi explicată ca fiind efectul unui cumul de cauze. O primă cauză a fost lichiditatea abundentă existentă în economiile dezvoltate și intenția de a le plasa cât mai eficient. Una din destinațiile

¹¹ Isărescu, 2009.

posibile a fost zona economiilor emergente care au aderat sau urmau să adere la Uniunea Europeană. Statutul de membru al UE a fost interpretat ca fiind o ancoră care reducea percepția de risc și, implicit, costul riscului, și limita volatilitatea cursului de schimb.

Reacția autorității monetare, prin reducerea cu 175 de puncte de bază a dobânzii de politică monetară în primul semestru al anului 2007, urmată de o creștere cu 325 de puncte de bază până în luna august 2008, a urmărit reechilibrarea piețelor, obiectiv realizat pe deplin după circa 7,5 trimestre de la declanșarea evenimentelor. La încheierea acestui ciclu condițiile monetare au avut, conjunctural, un caracter mai restrictiv.

Începând cu luna noiembrie 2008, graficul indică începerea unei perioade de scădere a indicelui ce caracterizează condițiile monetare ca fiind stimulative, caracterizate în teoria economică, prin scăderea dobânzii și deprecierea monedei. În plan global, a doua parte a anului 2008 a marcat începutul crizei financiare globale¹².

Economia României raporta creștere economică în 2008 însoțită, însă, de dezechilibre macroeconomice vizibile: deficitul extern era de 11,6% din PIB, deficitul bugetar la 5,7% din PIB, creșterile salariale au fost necorelate cu câștigurile de productivitate, creditarea internă era dependentă de liniile de finanțare externe de la băncile-mamă, iar canalul majoritar de creditare era cel al creditelor în devize (preponderent euro) în detrimentul creditului în lei, precum și al măsurilor de ajustare a politicii monetare. Caracterul anticiclic al politicii monetare și eficiența restricțiilor de ajustare au fost erodate de intrările mari de valută (ca urmare a liberalizării contului de capital) care au alimentat consistent componenta în valută a creditului intern.

Reacțiile autorităților în plan monetar, fiscal-bugetar și de restructurare au avut în vedere demararea unui proces de corectare a dezechilibrelor și ancorarea credibilității acestui proces prin încheierea acordurilor de finanțare cu instituțiile financiare internaționale (Fondul Monetar, Banca Mondială și Uniunea Europeană) prin care a fost asumată corectarea în manieră controlată a dezechilibrelor macroeconomice.

Deficitul extern a fost redus la 4,5% din PIB în 2009, față de peste 13,4% în 2007 pe fondul contractării cererii interne și diminuării necesarului de importuri acompaniate de o performanță bună a exporturilor. Deficitul bugetar ce tindea înspre un nivel de 10% din PIB în 2009, care eroda avantajul României de a avea o datorie publică de sub 20% din PIB (o treime din limita criteriului Maastricht) a fost readus la 2,5% din PIB în 2012 prin măsuri de ajustare fiscală mai puțin populare care, însă, s-au dovedit a fi eficiente, în condițiile în care spațiul de relaxare fiscală fusese epuizat de politicile prociclice din perioada de creștere. Totodată, prin acordul de la Viena, coroborat cu intrări de fonduri de la instituțiile financiare, s-a reușit atenuarea mișcării ciclice a intrărilor de capital privat.

¹² 15 septembrie 2008, ora 1:45, SUA - Lehman Brothers, a patra mare bancă de investiții din SUA, anunța intrarea în incapacitate de plată.

În sfera politicii monetare au fost luate măsuri de relaxare și optimizare a nivelului de lichiditate din sistemul bancar. Dobânda de politică monetară a fost redusă cu 4 puncte procentuale de la 10,25% în octombrie până la 6,25% în luna mai 2010, iar rezervele minime obligatorii au fost de asemenea reduse. În pofida caracterului contraciclic, capacitatea politicii monetare de a stimula creșterea economică este erodată la nivelul pieței bancare în care refacerea dinamicii creditului bancar este dependentă de încredea reciprocă a agenților din piață.

Tendința de relaxare a condițiilor monetare a continuat până în prezent, cu excepția unei mișcări regresive de natură economică manifestată în primul semestru și corectată în al doilea semestru din anul 2011, și a unor tensiuni la nivelul mediului politic în cea de a doua parte a anului 2012. Presiunile create în economie au fost temperate în primele trei trimestre ale anului 2013 când indicele condițiilor monetare indica o conduită stimulative a politicii monetare.

Probabilitatea menținerii caracterului relaxat al condițiilor monetare este, pe de o parte, justificată de nevoia de stimulare a economiei și, pe de altă parte, supusă unor incertitudini care provin din dezbaterile asupra posibilității ca într-un orizont relativ scurt de timp comportamentul prețurilor să confirme (sau nu) manifestarea unui proces de deflație.

În ansamblu, se poate trage concluzia că indicele condițiilor monetare este un instrument practic care poate fi util în conducerea politicii monetare. Pe de altă parte, ICM nu trebuie utilizat și nici interpretat într-o manieră mecanică. Observațiile empirice relevă faptul că indicele prezintă o sensibilitate mare la schimbările de asumptii, ponderi sau variabile, chiar și atunci când aceste schimbări sunt mici.

Bibliografie

- Akerloff , G.A., Shiller, R.J., "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matter for Global Capitalism", Princeton University Press, 2009;
- Batini,N., Turnbull, K., "Monetary Condition Indices for the UK: A Survey", *External MPC Unit Discussion Paper* No. 1, September, 2000;
- Batini,N., Turnbull, K., "A dynamic Monetary Condition Indices for the UK", *Journal of Policy Modelling*, Volume 24, 2002;
- Dobrescu, E., "Tranziția în România : abordări econometrice", Editura Economică, București, 2002;
- Eika, K.H., Ericsson, N.R. and Nymoen, R., "Hazards in Implementing a Monetary Condition Index", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 1996;
- Fisher, I., "The Money Illusion" 1928, Kessinger Publishing, 2006;
- Freedman, C, "The Use of Indicators and of the Monetary Condition Index in Canada", *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, IMF, Washington D.C., 1994;

- Freedman, C., "The Role of Monetary Condition and the Monetary Condition Index in the Conduct of Policy", *Bank of Canada Review*, 1995;
- Isărescu, M., "Finanțarea dezechilibrului extern și ajustarea macroeconomică în condițiile crizei financiare - cazul României", Disertație cu ocazia primirii titlului de membru corespondent al Academiei Regale a Doctorilor din Spania, Barcelona, 24 noiembrie, 2009;
- Isărescu, M., "Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare", Editura Academiei Române, București, 2009;
- Isărescu, M., "Rolul politicii monetare în mix-ul de politici macroeconomice", disertație, 12 noiembrie, 2007;
- Isărescu, M., "Uniunea Bancară: principii, provocări și perspective", disertație, 17 mai, 2013;
- Isărescu, M., "Viitorul sistemului bancar internațional", discurs și prezentare, 2 octombrie 2012;
- Mishkin, S.F., "The Channels of Monetary Transmission: Lesson for Monetary Policy", *NBER Working Paper 5464*, 1996;
- Neil R. Ericsson, Eilev S. Jansen, Neva A. Kerbeshian and Ragnar Nymoén (1998) "Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy", Topics in monetary policy modelling, *BIS Conference Papers*, Volume 6, pp. 237-254, Bank for International Settlements, Basle, Switzerland, February, 1998;
- Neil R. Ericsson, Eilev S. Jansen, Neva A. Kerbeshian and Ragnar Nymoén, "Understanding a monetary condition index", November, 1997;
- Peeters, M., "Measuring Monetary Conditions in Europe: Use and Limitations of the MCI", *The Economist*, 1999;
- Richardson, P., "The structure and simulation properties of OECD's interlink model";
- Richardson, P., "A review of the simulation properties of OECD's INTERLINK model", *OECD ESD Working Paper No. 47* 1987.

Website-uri:

<http://ec.europa.eu>

<http://www.imf.org>

<http://www.bis.org>

<http://www.ecb.europa.eu>

<http://www.worldbank.org>