

**Academia de Studii Economice
Școala Doctorală de Finanțe - Bănci**

Mecanisme de transmisie a politicii monetare

**Student : Cozmâncă Bogdan Octavian
Coordonator științific : prof. univ. dr. Moisă Altăr**

CUPRINS

CUPRINS	2
TABELE	3
GRAFICE	3
1. POLITICA MONETARĂ ȘI POLITICA ECONOMICĂ.	4
1.1. POLITICA MONETARĂ ȘI ADERAREA LA UNIUNEA EUROPEANĂ.	5
1.2. EFECTE, SCOPURI ȘI ROLUL POLITICII MONETARE.	7
1.3. STRUCTURA SISTEMULUI FINANCIAR ȘI IMPACTUL POLITICII MONETARE.	8
1.3.1. DIFERENȚELE DE LEGISLAȚIE CA SURSĂ DE ASIMETRII ÎNTRE SISTEMELE FINANCIARE.	8
1.3.2. GRADUL DE INTERMEDIERE FINANCIARĂ DIFERIT – O ALTĂ SURSĂ DE ASIMETRII.	9
2. MECANISME DE TRANSMISIE ALE POLITICII MONETARE.	11
2.1. CANALELE TRADIȚIONALE ALE RATEI DOBÂNZII.	15
2.2. CANALELE PREȚURILOR ALTOR ACTIVE.	17
2.2.1. CANALUL CURSULUI VALUTAR.	17
2.2.2. CANALUL CURSULUI ACȚIUNILOR.	19
2.2.2.1. Coeficientul “Q”	20
2.2.2.2. Efectul averii.	21
2.2.2.3. Canalul prețului locuințelor și al terenurilor.	21
2.3. CANALELE CREDITULUI.	22
2.3.1. CANALUL CREDITULUI BANCAR.	23
2.3.2. CANALUL BILANȚIER.	26
2.3.2.1. Canalul bilanțier tradițional.	26
2.3.2.2. Canalul fluxurilor de trezorerie.	26
2.3.2.3. Canalul nivelului neanticipat al prețurilor.	27
2.3.3. CANALUL LICHIDITĂȚII GOSPODĂRIILOR.	28
3. ANALIZA CANALELOR DE TRANSMISIE ÎN ROMÂNIA.	29
3.1. SERIILE DE TIMP UTILIZATE.	29
3.2. TESTE GRANGER DE CAUZALITATE.	30
3.3. VARIAȚIA PI ȘI IMPORTANȚA CELORLALTE VARIABILE ECONOMICE.	32
3.4. FUNCȚII DE RĂSPUNS – VAR NERESTRICȚIONAT.	33
3.5. TESTE DE STAȚIONARITATE.	38
3.6. RELAȚII DE COINTEGRARE.	38
4. CONCLUZII.	44
BIBLIOGRAFIE	46

TABELE

Tabel 1 Comparație între politica financiară și cea monetară.	4
Tabel 2 Principalele mecanisme de transmisie.	14
Tabel 3 Serii de date utilizate.	29
Tabel 4 Teste de cauzalitate Granger.	31
Tabel 5 Regresie a PI peste celelalte variabile.	32
Tabel 6 Teste de staționaritate.	38
Tabel 7 Relații de cointegrare între Crngr, Bzr, Pix.	38
Tabel 8 Relații de cointegrare între Crngr, Bzr, Pix, M2r.	41

GRAFICE

Grafic 1 Variabilele utilizate.	30
Grafic 2 Funcții de răspuns ale PI, M2, Crng.	33
Grafic 3 Ponderea în funcțiile de răspuns ale PI, M2, Crng.	34
Grafic 4 Funcțiile de răspuns a 6 variabile la impulsuri.	35
Grafic 5 Ponderea în funcțiile de răspuns a fiecărei variabile.	36
Grafic 6 Nivelul refinanțării reale.	36
Grafic 7 Evoluția M2 și a creditului bancar.	37
Grafic 8 Creditele de refinanțare - volum și structură.	37
Grafic 9 Structura și volumul creditului intern total.	37
Grafic 10 VAR cu corecția erorilor pentru Pix, Crngr, Bzr.	39
Grafic 11 Descompunerea structurală a răspunsurilor funcție de impulsuri.	40
Grafic 12 Răspunsul la impulsuri a unui VAR cu 4 variabile.	42
Grafic 13 Nivelul ratei rezervelor minime obligatorii.	42
Grafic 14 Ponderea rezervelor minime obligatorii în M0 și M2.	43
Grafic 15 Descompunerea răspunsurilor la impulsuri funcție de structură VAR(4).	43

1. Politica monetară și politica economică.

Politica economică reprezintă ansamblul deciziilor adoptate de către autoritățile publice, în vederea orientării activității economice într-un sens considerat rezonabil pe teritoriul național. Politica economică a fost, în timp, percepută diferit în funcție de perioada istorică, de condițiile economice, curente de gândire economică, etc. Fiind un arbitraj între diferite tipuri de obiective și instrumente, politica economică exprimă ansamblul alegerilor economice ale autorității publice, similar alegerilor economice ale consumatorului, producătorului, investitorului, etc.

Experiența ultimelor decenii din țările dezvoltate dar și din alte țări care au optat pentru democrație și economie de piață, a individualizat următoarele cinci obiective generale ale politicii economice :

- Creșterea economică.
- Ocuparea forței de muncă.
- Stabilitatea prețurilor.
- Echilibrul extern.
- Controlul deficitului bugetar (datoria publică).

Atingerea simultana a acestor obiective nu este o regulă întrucât chiar în conjuncturile cele mai favorabile și în țările cele mai stabile ele sunt, cel puțin parțial, greu compatibile. Pentru optimizarea macroeconomică se utilizează principiul lui Jan Tinbergen: “atât timp cât există o penurie de instrumente de politică economică (sau numărul acestora este mai mic decât numărul obiectivelor finale) vor trebui alese doar acele obiective considerate ca fiind de maximă importanță”.

Sistematizarea instrumentelor de intervenție ale Statului în economie funcție de instituțiile ce le promovează și din punct de vedere a obiectivelor ce pot fi atinse utilizându-le a condus la separarea a patru categorii de politici - componente ale politicii economice :

- Politica financiară
- Politica monetară
- Politica veniturilor
- Politici specifice

Principalele două politici utilizate, având în vedere eficiența și posibilitățile oferite sunt politica monetară și politica financiară. Diferențele dintre acestea două sunt prezentate succint în următorul tabel:

Tabel 1 Comparație între politica financiară și cea monetară.

Politica financiară	Politica monetară
Simetrică (cu eficiență în combaterea inflației și eficiență mare în stimularea creșterii economice)	Asimetrică (cu eficiență în combaterea inflației și eficiență mică în stimularea creșterii economice)
Specifice și sectoriale (pot fi localizate pe anumite domenii)	Generale (afectează întreaga societate)
Impact rapid și puternic focalizat	Impact întârziat și difuz
Poate fi schimbată greu	Poate fi schimbată rapid

Politica monetară joacă rolul de instrument de intervenție indirectă a statului în economie și poate fi definit ca ansamblul intervențiilor Băncii Centrale sau autorităților monetare care se efectuează asupra lichidității economiei (fie prin dimensionarea volumului ofertei, fie prin

rata dobânzii - ca preț), în scopul de a contribui, prin utilizarea tehnicilor și instrumentelor monetare, la realizarea obiectivelor politicii economice.

Politica monetară este un instrument predilect de acțiune al factorilor de decizie în ultimii ani, în special în statele dezvoltate, odată cu obiectiile formulate și limitările în folosirea politicii financiare. Politica financiară este evitată în special datorită inconvenientelor legate de:

- perioada lungă de timp necesară pentru a realiza o schimbare a acesteia (de obicei un exercițiu bugetar);
- caracterul focalizat, sectorial al acestui tip de politică, ce o face vulnerabilă criticilor din partea adeptilor comerțului liber;

Politica monetară are un rol foarte important mai ales în țările europene, atât pentru cele integrate deja în Uniunea Monetară, cât și pentru țările aspirante, prin prisma condițiilor ce trebuie îndeplinite pentru a accede la acest deziderat. Astfel din cele cinci condiții esențiale pentru acceptarea în Uniunea Monetară, trei (cea referitoare la rata inflației, rata dobânzii pe termen lung și nedevalorizarea monedei naționale) sunt posibil de îndeplinit în principal prin utilizarea unor instrumente monetare.

În perspectiva integrării complete a sistemelor monetare naționale, problemele ridicate de politica monetară dezirabilă pentru viitor, a obiectivelor pe care aceasta ar trebui să și-o propună, a cadrului legislativ, logistic și organizatoric, a instrumentelor posibil de a fi utilizate de către Banca Centrală Europeană, a mecanismelor de transmisie a acestei politici monetare comune, deci toate aceste probleme au revenit în centrul atenției și dezbaterilor. Chiar dacă interesul pentru politica monetară va lăsa locul în viitor unui interes sporit pentru politicile financiare, totuși cel puțin pe termen scurt politica monetară este domeniul cel mai activ în ansamblul cercetărilor dedicate macroeconomiei.

Pentru țările în tranziție politica monetară este esențială în reglarea dezechilibrelor cronice ce le prezintă aceste economii, în special stăpânirea derapajelor inflaționiste și a deficitului contului curent al balanței de plăți, un rol important jucându-l politica monetară în reluarea creșterii economice. În condițiile acestor dezechilibre cronice, ce nu au fost – și probabil nici nu vor fi – echilibrate de jocul pieței, intervenția instituțiilor Statului este oportună și necesară prin măsuri active și corelate atât între ele dar și vis a vis de realitatea economică.

1.1. Politica monetară și aderarea la Uniunea Europeană.

Aderarea la Uniunea Europeană este un obiectiv major al societății românești, obiectiv la care au subscris toți factorii de decizie, iar produsul acestei convergențe de obiective și mijloace este “Strategia națională de dezvoltare economică a României”.

Strategia națională de dezvoltare economică a României reprezintă rezultatul unei confruntări libere, aprofundate și constructive de opinii între participanții la Comisia de fundamentare alcătuită din reprezentanți ai Executivului, experți desemnați de partidele din coaliția guvernamentală și din opoziție, de sindicate, patronate, organizații neguvernamentale și asociații profesionale, alte categorii de specialiști și personalități ale vieții publice, precum și grupul de evaluare economică al Academiei Române.

Obiectivul fundamental al acestui proiect îl constituie crearea unei economii de piață funcționale, compatibile cu principiile, normele, mecanismele, instituțiile și politicile Uniunii Europene. Convergența conturată în acest sens se întemeiază pe evaluarea resurselor și posibilităților, a contextului intern și internațional. Ea răspunde dublului imperativ al încheierii tranziției la economia de piață în România și al pregătirii aderării sale la Uniunea Europeană, pentru a folosi șansa istorică oferită de decizia Consiliului Uniunii Europene de la Helsinki din decembrie 1999 de a deschide negocierile de aderare cu România.

În condițiile în care, pe termen lung, mediu și scurt, evoluția reală a economiei naționale, este strânsă în chingile unui "cerc vicios" al perpetuării și chiar adâncirii decalajelor de

productivitate și standard de viață față de Uniunea Europeană, direcțiile preconizate au în vedere ca printr-o largă deschidere internațională să se promoveze idealurile și interesele fundamentale ale poporului român, identitatea și tradițiile sale. S-a apreciat ca fiind întru totul posibil ca - prin eforturi proprii, susținute de o largă cooperare – să se asigure atenuarea și eliminarea treptată a decalajelor față de țările avansate, modernizarea României, în pas cu exigențele tranziției spre o economie cultural - informațională în care capitalul educațional să reprezinte cheia de boltă a dezvoltării economice și sociale.

Strategia are în vedere evaluarea riguroasă a costurilor sociale ale tranziției și ale promovării reformei, precum și ale aderării la Uniunea Europeană; filozofia acestei elaborări are la bază convingerea că *atât reforma cât și integrarea constituie nu cauza dificultăților cu care ne confruntăm, ci calea soluționării lor*, că România va fi în măsură să aducă o contribuție la crearea unei Europe unite, stabile și prospere, care să aibă un rol crescând în viața internațională, la promovarea valorilor euro - atlantice. Concluzia principală a Strategiei este că, asigurându-se suportul financiar și legislativ necesar, prin eforturi perseverente și o autentică solidaritate a forțelor sociale, *există premise ca, la orizontul anului 2007, România să poată îndeplini condițiile esențiale de aderare la Uniunea Europeană.*

Din punct de vedere al politicii monetare și al construcției instituționale în acest domeniu în documentul mai sus menționat se apreciază că piețele și economia sunt slab structurate. Faptul că economia slab structurată se caracterizează printr-o stabilitate expectată redusă, face ca nivelul costurilor de tranzacție să fie excesiv de mare. Reversul acestui fenomen îl reprezintă deprecierea drastică a capitalului fix și uman, menținerea la cote ridicate a dobânzilor. Prevalența, din același motiv, a orizontului scurt de timp în deciziile de alocare limitează și mai mult investițiile, blocând dinamica pe termen mediu și lung.

De asemenea în documentul înaintat Uniunii Europene se menționează că economia este submonetizată. Raportul dintre masa monetară (la nivelul M2) și produsul intern brut (de 20-22%) este cu mult sub cel necesar unei funcționări normale a economiei.

Se apreciază că s-a format, în același timp, o pronunțată asimetrie monetară. O parte însemnată a disponibilităților (în lei și valută convertibilă) nu-și găsește plasamente în economia reală, în vreme ce aceasta din urmă rămâne acut decapitalizată. Combinația paradoxală a hiper și hipolichidității, pe fondul submonetizării globale menționate, explică într-o măsură însemnată flagrantă dihotomie real-nominal din economia românească.

Obiectivele pe termen scurt, punctuale specificate în “Strategia națională de dezvoltare economică a României” în domeniul politicii monetare sunt:

- remonetizarea graduală a economiei, în condițiile creșterii strict neinflaționiste a bazei monetare, dezvoltării altor agregate monetare prin extinderea și diversificarea instrumentelor bancare;
- reducerii la limite raționale a ratei rezervelor obligatorii;
- reducerea în limite normale și a dobânzii reale;
- continuarea flotării controlate a cursului de schimb, urmărindu-se asigurarea în linii mari a stabilității sale în termeni reali, evitarea fluctuațiilor stresante pe piața valutară;
- creșterea rezervelor valutare ale Băncii Naționale a României până la echivalentul valorii importurilor pe 4-5 luni;

Pentru a atinge aceste obiective în domeniul politicii monetare, strategia preconizează utilizarea următoarelor mijloace:

- pentru atingerea obiectivului unei dezinflații semnificative, se va controla baza monetară iar alături de aceasta, ca variabilă intermediară, va fi urmărită și masa monetară în sens larg (M2). Se va menține caracterul prudent al politicii monetare. Se va folosi ca instrumentar analitic cadrul dat de indicii agregați; rolul principal îl va avea indicele condițiilor monetare, care reunește evoluțiile agregatelor monetare, ale ratelor dobânzilor, cursului de schimb, rezervelor, etc. Un obiectiv principal al

politicilor monetare în perioada următoare va fi remonetizarea economiei românești prin metode neinflaționiste.

- instrumentele politicii monetare vor fi dezvoltate astfel încât să asigure o eficacitate sporită politicii monetare pe măsura creșterii gradului lor de compatibilitate cu economia de piață. În acest scop:
 - se va completa infrastructura necesară utilizării instrumentelor conforme cu piața;
 - se va diversifica instrumentarul (insistându-se pe începerea utilizării cu o anumită anvergură a instrumentelor ce asigură sterilizarea definitivă a eventualelor lichidități în exces);
 - se va asigura preponderența operațiunilor de piață în gestionarea lichidității și implementarea politicii monetare în detrimentul instrumentelor de natură mai pronunțat administrativă (cazul rezervelor minime obligatorii), care vor rămâne în plan secundar;
 - se va urmări recâștigarea de către Banca Centrală a unei poziții de creditor net în raport cu sistemul bancar, necesară exercitării unei influențe efective asupra evoluției pe termen scurt a ratelor nominale ale dobânzii;
- în perioada 2000 – 2002, regimul cursului de schimb va fi flotarea controlată. Ținta acestei politici va fi menținerea competitivității, având în vedere caracterul ferm al constrângerilor externe și nivelul încă modest al rezervelor valutare anticipate. Cu începere din 2002 – 2003, dacă intrările de capital vor confirma stabilitatea unor fluxuri substanțial sporite, se vor examina regimuri alternative de curs mai predictibile, al căror avantaj constă în consolidarea și accelerarea convergenței în plan nominal, permițând o amorsare mai lină a participării la ERM2. Aceasta ar facilita și o eventuală re poziționare a cursului real în condițiile în care nivelul său fundamental ar fi modificat pe termen lung datorită finanțării externe stabile;

Este important de remarcat că toate aceste obiective și mijloace reclamă o intervenție fermă, decisă, eficientă a Băncii Centrale. De aceea cunoașterea mecanismelor de transmisie a acestei politici este de o mare importanță atât din punct de vedere al alegerii instrumentelor potrivite, cât și din punct de vedere al evaluării situației de fapt, înțelegerii modului de funcționare a sectorului financiar și chiar din punct de vedere al corectării eventualelor erori de politică monetară cu minimum de costuri și maximum de efecte.

1.2. Efecte, scopuri și rolul politicii monetare.

Politica monetară, indiferent de instrumentele aplicate și de canalele de transmisie a efectelor acestor acțiuni, conduce în esență la modificarea rezervelor disponibile sectorului bancar și nebancar, deci la modificarea condițiilor de operare atât pentru sistemul bancar cât și pentru economia reală.

Politica monetară conduce la efecte puternice, rapide și generalizate asupra unor variabile precum prețurile și producția, acestea fiind de fapt și obiectivele principale ale acestui tip de acțiuni. Mulți economiști sunt de acord cu aprecierea conform căreia efectele politicii monetare asupra producției apar după o perioadă de timp și sunt efecte pe termen relativ scurt, aceasta revenind pe termen lung la nivelul natural. Deci pe termen scurt modificările în cantitatea de monedă din economie conduc la modificări ale producției și doar după o perioadă îndelungată prețurile restabilesc echilibrul pe piață, prin readucerea producției la nivelul inițial. Aceste abordări presupun existența unei neutralități a banilor pe termen lung, dar nu și a unei neutralități a acestora pe termen scurt.

Orice decizie la nivelul politicii monetare se transmite restului economiei prin intermediul mai multor mecanisme, dar importanța relativă a acestora precum și comportamentul

sistemului în general depinde foarte mult desigur de tradiții, dar mai important de structura sistemului financiar și cadrul legal existent.

1.3. Structura sistemului financiar și impactul politicii monetare.

Importanța structurii financiare este susținută de o paletă largă de cercetători (o referință fiind Stephen G. Cecchetti, iunie 1999), variațiile în structură conducând la diferențe în răspunsul la modificările de politică monetară, atât din punct de vedere al amplitudinii cât și al intervalului de timp necesar apariției acestui răspuns. Este evident că nu toate firmele prezintă aceeași sensibilitate la variațiile ratei dobânzii, existând diferențe în cadrul aceluiași sector industrial dar și de la un sector la altul. De asemenea nu toate firmele sunt la fel de dependente de creditul bancar. O dovadă a acestor diferențe este zona Euro, numeroase lucrări (cea citată anterior precum și Michael Ehrmann, octombrie 1998) susținând existența unor diferențe în canalele de transmisie a politicii monetare de la țară la alta, în ciuda integrării piețelor de bunuri și servicii, politicilor financiare și monetare uniforme, sincronizării ciclurilor economice. Aceste asimetrii între țările membre ale uniunii monetare, sunt de natură să complice sarcina Băncii Centrale Europene. Sursa acestei asimetrii a structurii financiare este (Cecchetti, iunie 1999) în primul rând legislația diferită, dar un rol important îl joacă și caracterul diferit al pieței financiare.

1.3.1. Diferențele de legislație ca sursă de asimetrie între sistemele financiare.

În mod tradițional diferențele între sistemele financiare se considera a fi generată de nivelul taxelor și regulile diferite. Totuși cauzele par a fi mai profunde fiind legate de însăși construcția legislativă, de atenția pe care aceasta o acordă drepturilor acționarilor și creditorilor și de modul de aplicare a acestor legi. Caracterul legilor este dat la rândul său de tradiția juridică pe care dreptul civil al țării respective se bazează. Cadrul legal formează baza pe care a apărut și se dezvoltă sistemul financiar, intermedierea financiară și instituțiile ce o realizează.

Funcție de modul de structurare al economiei și sectorului financiar s-au desprins mai multe tipuri de sisteme: cel anglo-saxon ce se bazează în special pe piața de capital, sistemul european continental bazat pe băncile universale și sistemul de tip asiatic, bazat pe integrarea corporațiilor cu unități bancare, fonduri de investiții, pensii, deci pe o integrare între economia reală și sectorul financiar. Este poate o dovadă în plus faptul că fiecare din aceste sisteme are un propriu mod de organizare din punct de vedere legal, reprezentând o familie juridică distinctă.

Eficiența politicii monetare în influențarea nivelului prețurilor și producției depinde deci de sistemul juridic, o demonstrație a acestei afirmații o realizează Cecchetti (1999, pag 19-25), calculând funcțiile de răspuns ale producției și inflației în 11 țări europene, iar diferențele de amplitudine și chiar de tip de răspuns la un impuls al politicii monetare egal sunt semnificative. Cauzele sunt de natură juridică, susține Cecchetti, și sunt cu atât mai mari de la o țară la alta cu cât acestea sunt mai diferite din punct de vedere al tipului de sistem juridic, cât și al tradițiilor juridice.

Esența legăturii dintre sistemul juridic și cel financiar constă în disponibilitatea investitorilor de a furniza capital doar în măsura în care au garanția recuperării sumelor avansate. Acesta presupune pentru acționari dreptul de a concedia managerii ce nu le plătesc dividende, iar pentru creditorii dreptul de a dispune de garanție în caz de neplătă.

Sistemele juridice sunt clasificate în patru tipuri: francez, german, englez și scandinav. Fiecare din acestea are grade diferite de protecție pentru acționar, creditor și o eficiență diferită în aplicarea legilor. Se apreciază că sistemul juridic ce acordă maximum de protecție este cel englez, iar la celălalt capăt al spectrului este sistemul francez. Din punct de vedere al eficienței și preciziei în aplicarea legilor sistemul juridic scandinav este considerat cel mai

performant, iar cel francez cel mai lax. Se apreciază că în țările cu o protecție mai slabă a acționarilor și creditorilor concentrarea economică este mai accentuată dar piețele financiare sunt mai puțin dezvoltate. Sistemele juridice ce oferă o protecție mai cuprinzătoare conduc la o concentrare mai slabă a proprietății dar la piețe financiare foarte dezvoltate.

Cecchetti citându-l pe La Porta conchide “variațiile în natura și eficiența sistemelor financiare pot fi regăsite, parțial în diferențele între gradele de protecție împotriva abuzurilor insiderilor, diferențe generate de legi și modul de aplicare al acestora”.

O demonstrație a acestor diferențe o face Ehrmann (1998) în articolul său, trasând funcțiile de răspuns a producției și inflației la modificări similare a politicii monetare. Apar astfel evidente diferențe și de amplitudine (Germania răspunde de cinci ori mai puternic decât statul cu cel mai slab răspuns la un șoc în politica monetară), dar și de moment al răspunsului (astfel în Marea Britanie vârful de efect asupra PIB apare la un an diferență după măsura de politică monetară iar în Germania Italia și Franța doar la patru luni).

1.3.2. Gradul de intermediere financiară diferit – o altă sursă de asimetrii.

Piața financiară se împarte în două categorii: finanțarea directă, neintermediată, prin intermediul pieței de capital ce se îmbină în ponderi diferite de la o țară la alta cu finanțarea directă intermediată de bănci, fonduri mutuale, etc. Desigur modul de transformare a economiilor în investiții, instituțiile implicate, conduc la comportamente diferite ale titularilor în special în ceea ce privește portofoliul de active deținut.

Gradul de concentrare al sistemului bancar, extinderea sa, eficiența acestuia, gradul de dependență față de Banca Centrală sunt factori importanți în mecanismul de transmisie al politicii monetare, prin prisma canalului creditului. Este important de subliniat că în țările cu piețe de capital dezvoltate creditele sunt substitute aproape perfecte ale obligațiunilor, iar în țările în care băncile sunt principalul mod de transformare a economiilor în investiții creditele și obligațiunile nu pot fi considerate substituibile. Această asimetrie combinată cu lipsa altor posibilități de finanțare în afara creditului, conduce la o mare dependență de creditul bancar și deci la o accentuare a importanței canalului creditului. De asemenea preponderența băncilor mici, cu o lichiditate mai scăzută conduce de asemenea la o mare dependență și sensibilitate față de măsurile autorității monetare, pentru că aceste bănci au dificultăți în a își păstra gradul de lichiditate și volumul de resurse în condițiile unei politici monetare restrictive, pentru că își găsesc, ca și în cazul firmelor mici, cu greu substitute pentru aceste resurse.

Gradul de bancarizare diferit conduce și la diferențe în structura masei monetare, în special la diferențe ale raportului monedă legală – monedă scripturală, de o mare importanță de asemenea în mecanismul de transmisie a politicii monetare.

O mare importanță o prezintă și structura economiei reale, gradul de sensibilitate a sectoarelor economiei la modificări ale politicii monetare și în special ale ratei dobânzii. Este destul de răspândită părerea potrivit căreia cu cât este mai inelastică cererea la variații ale prețului, cu atât agenții economici de pe acea piață pot să transfere costul suplimentar al resurselor în prețul de vânzare. Importanță este și situația financiară a firmelor din economia respectivă, dependența lor față de creditul bancar, plaja de situații putând varia între dependență completă – chiar și pentru acoperirea capitalului de lucru – exemplu firmele românești după 1989, până la situația autofinanțării complete și deci a independenței față de sistemul bancar.

Dovezi ale modului de organizare diferit a sistemului financiar, a ponderii diferite a sistemului bancar oferă Cecchetti (1999, pag. 13), acesta determinând un coeficient de concentrare a sistemului bancar, ca raport între ansamblul activelor primelor cinci bănci și restul celor din sistem. Diferențele sunt mari de la țări cu grade de concentrare ridicate precum Suedia (90%), Olanda (79%), Finlanda (78%), Portugalia (76%), Grecia (71%) până la Germania, Danemarca și Statele Unite cu doar 17% fiecare grad de concentrare. Se poate

aștepta având în vedere și studiile teoretice ca țările cu un număr mare de bănci mici și deci cu un grad de concentrare redus să prezinte dovezi în favoarea canalului creditului bancar. O dovadă în acest sens a importanței băncilor mici în mecanismul de transmisie a politicii monetare cu deosebire a rolului lor în cadrul canalului creditului o oferă Kashyap, Stein (1997). Aceștia realizează o analiză cross – secțională pe datele din SUA ce relevă corelația între impactul politicii monetare și mărimea băncii și pe de altă parte între mărimea băncii și gradul său de lichiditate. De asemenea acest studiu demonstrează că politica monetară are impact asupra băncilor, structurii și volumului activelor și pasivelor acestora.

În domeniul eficienței diferite a sistemelor bancare Cecchetti (1999) le clasifică pe baza ratingurilor agenției Thomson și unei serii de indicatori precum raportul de venituri pe active, provizioane pentru credite neperformate, marje nete de dobândă, costuri de funcționare, etc. Având în vedere aceste elemente țările cu sistemele bancare cele mai eficiente sunt Irlanda, Statele Unite și Marea Britanie, iar în grupele ce denotă un sistem bancar mai puțin eficient relativ cu celelalte sunt țări precum Finlanda, Franța, Portugalia, Suedia și pe ultimul loc Japonia.

Un alt articol ce subliniază mai ales diferențele dintre țările europene (Giovannetti, Marimon, 1998) accentuează diferențele în gradul de dezvoltare ale bursei de valori prin prisma nivelului capitalizării bursiere și tranzacțiilor totale ca pondere în PIB. Concluziile conduc către mari diferențe între țările din uniunea Europeană astfel în Germania tranzacțiile bursiere reprezintă 33,3% din PIB iar în Franța 63,5%. Din punctul de vedere al capitalizării bursiere în Germania aceasta se ridică la 29,6% din PIB iar în Marea Britanie 149,9%. Nivelul de dezvoltare al bursei de valori poate fi apreciat ca un indicator ce poate reflecta posibilitățile de substituție a creditelor bancare cu alte surse de finanțare. Rolul sistemului bancar în Germania este accentuat de asemenea de gradul mare de intermediere financiară și bancară ce sunt de 50% și respectiv de 80%. Diferențele în legislația bancară sunt de asemenea subliniate în articolul sus menționat un exemplu fiind nivelul rezervelor minime obligatorii.

2. Mecanisme de transmisie ale politicii monetare.

Importanța politicii monetare, efectele sale sistematice, semnificative și sesizabile sunt în știința economică contemporană un fapt demonstrat și recunoscut. De asemenea evoluția majorității economiilor de piață atât din țările dezvoltate cât și din cele în curs de dezvoltare – cu atât mai mult cele în tranziție – prezintă o dinamică caracterizată de schimbări de curs, de fluctuații bruște și ample în evoluția prețurilor și producției. Toate aceste schimbări, indiferent de natura lor – modificări ale prețurilor materiilor prime precum petrolul în urma unor conflicte militare, schimbări de sistem economic în țările socialiste, modificări ale politicilor economice în urma modificării raporturilor de forțe pe plan politic – deci toate aceste schimbări ridică pentru viitor o problemă foarte importantă pentru știința economică: ce politică sau politici trebuie aplicate, dacă este cazul, pentru reducerea amplitudinii variațiilor prețurilor și producției.

Pentru a răspunde la o asemenea întrebare autoritățile cu putere de decizie la nivelul politicii monetare trebuie să poată aprecia corect amplitudinea și sensul efectelor măsurilor luate, momentul apariției acestor efecte și durata sau persistența acestora. Pentru a putea aprecia toate aceste elemente, trebuie înțelese mecanismele de transmisie a politicii monetare. De asemenea înțelegerea acestor mecanisme ar permite un proces de decizie mai calificat, evitarea greșelilor sau contracararea efectelor acestora.

Pentru a putea evalua legătura dintre două fenomene sau variabile au fost dezvoltate în decursul timpului două metode sau abordări: modele structurale ce analizează dacă o variabilă o afectează pe alta construind pe baza datelor existente un model ce explică canalul de transmisie a acestor variații și modele cu formă simplificată ce analizează dacă o variabilă o afectează pe alta prin evaluarea evoluțiilor și relațiilor dintre cele două variabile.

De exemplu o modificare a politicii monetare și eventualul efect al acesteia asupra producției este evaluat într-un model structural prin descrierea sistemului economic și a legăturilor dintre diferite variabile la nivel micro și macro economic, a ecuațiilor aferente acestora și apoi prin evaluarea întregului lanț causal. Un model cu formă simplificată va analiza doar dacă o variație a politicii monetare este însoțită de o variație a producției și dacă este doar o întâmplare sau este o legătură sistematică, observabilă în decursul unei perioade timp determinate.

În evoluția științei economice probabil că enunțarea primului mecanism de transmisie a politicii monetare și specificarea modelului aferent aparține economistului J.M. Keynes. Analiza de tip keynesian conduce la specificarea unui model structural al efectului politicii monetare asupra activității economice, printr-o serie de ecuații ce descriu comportamentul operatorilor economici din diverse sectoare ale economiei. Un exemplu de relație obținută printr-o astfel de metodă este următorul lanț causal: masa monetară – rata dobânzii – investiții – nivelul activității economice (modelul clasic IS-LM).

Pe de altă parte monetariștii susțineau cea de a doua abordare, prin specificarea unui model cu formă simplificată și analizarea relației între nivelele masei monetare și cel al activității economice, determinarea corelației între cele două variabile. Procesul de transmisie este pentru monetariști o “cutie neagră”.

Fiecare din aceste abordări are avantaje și dezavantaje. Astfel abordarea keynesiană are următoarele trei avantaje (specificate de F.S. Mishkin, 1998):

- deoarece este posibilă evaluarea fiecăruia din mecanismele de transmisie a politicii monetare separat, putem determina dacă el este pluzibil și se pot obține dovezi noi despre importanța banilor și rolul lor în evoluția activității economice.
- cunoscând modul de influențare al activității economice de către bani, putem ajuta la predicția efectelor măsurilor viitoare funcție de circumstanțele situației reale.

- știind cum funcționează economia, putem prezice cum vor afecta schimbări instituționale relația dintre masa monetară și activitatea economică.

Dezavantajul principal al modelelor structurale constă în problema specificării corecte a modelului, deoarece dacă acesta nu este corect toate concluziile și demonstrațiile sunt evident viciate cu alte cuvinte dovezile oferite de un model structural vor fi atât de plauzibile pe cât este de plauzibil modelul construit. Un alt dezavantaj este ignorarea unor mecanisme de transmisie ce ar putea fi importante pentru relația dintre bani și activitatea economică.

Promotorul monetarismului și al primelor modele cu formă simplificată în domeniul relației bani – activitate economică a fost M. Friedman. Avantajele acestui tip de model costau în lipsa de restricții în relația dintre masa monetară și activitatea economică, corelația dintre evoluția acestora fiind suficientă pentru demonstrarea relației. Acest lucru este de fapt și principala obiecție sau dezavantaj a acestui tip de modele deoarece corelația nu implică neapărat o relație cauzală între cele două variabile, putând exista o variabilă necunoscută ce face legătura între variabilele observate și comparate.

Aprecierea keynesiană conform căreia banii nu joacă un rol foarte important în evoluția activității economice a fost contrazisă de dovezile oferite de M. Friedman, dovezi în privința evoluției istorice a celor două fenomene, cât și în privința legăturii dintre momentele de schimbare de trend în evoluția celor două procese. Astfel M. Friedman a demonstrat că de fiecare dată în istorie când activitatea economică a intrat în declin, a fost precedată de o contracție monetară puternică, generată de decizii ale autorităților monetare. De asemenea M. Friedman a stabilit o legătură între impulsurile monetare denotate de rata de creștere a masei monetare și evoluția ulterioară a activității economice. Această relație nu este nici liniară și nici imediată, caracterizată fiind de M. Friedman ca o relație ce funcționează la “intervale de timp lungi și variabile”.

În dezbaterea economică actuală regăsim ambele puncte de vedere: există un consens cvasi-general cu privire la neutralitatea banilor pe termen lung iar pe termen scurt sunt unele teorii ce susțin caracterul greu variabil al prețurilor și deci și non - neutralitatea banilor, iar alte teorii susțin neutralitatea banilor și pe termen scurt.

Indiferent de dezbaterile dintre diferitele curente de gândire economică una din problemele majore ale politicii monetare este modul de investigare a diferitelor canale de transmisie a politicii monetare, domeniu în care nici una din metodele prezentate – modelele structurale și cele cu formă simplificată – nu poate fi ignorată în favoarea celeilalte.

Este important de subliniat că preocuparea pentru determinarea canalelor de transmisie a politicii monetare este un element central pentru toți responsabilii în materie de decizii din băncile centrale dar și din lumea academică. Dificultatea problemei constă în structura actuală a sistemelor financiare – ce pot fi privite ca o vastă rețea de interconexiuni între firme, gospodării, instituții guvernamentale de orice tip. Banca Centrală este doar una din instituțiile din această rețea, cu conexiuni cu aproape toate băncile din sistem, dar lipsită de conexiuni cu ceilalți actori din sistem – firmele și gospodăriile – principalii realizatori ai activității economice. A determina un mecanism de transmisie a politicii monetare înseamnă în fapt a urmări calea pe care politica monetară își circulă, pornind de la Banca Centrală și continuând cu fiecare tranzacție ce se desfășoară în această rețea, până când politica monetară își produce efectele dorite (sau nedorite) asupra vânzărilor și cumpărărilor, producției și consumului, investițiilor și economiilor.

A privi economia din acest punct de vedere, ca pe o rețea vastă de interconexiuni, implică existența a numeroase drumuri sau canele prin care circulă politica monetară stabilită de Banca Centrală până are efecte asupra economiei. Toate aceste canale au ceva în comun: trebuie să treacă la un moment sau altul printr-o piață financiară. Fiecare componentă a pieței financiare – o piață unde banii sunt schimbați pe dețineri de active reale – are o anumită particularitate, ce permite ca o schimbare în oferta de bani să influențeze activitatea

economică reală. Deci fiecare mecanism propus de transmisie a politicii monetare poate fi asociat cu un aspect al unei componente a piețe financiare.

Deși unii economiști susțin un canal de transmisie a politicii monetare, este evident că există cel puțin tot atâtea canale câte piețe financiare există în cadrul economiei respective.

O sinteză a principalelor canale de transmisie a politicii monetare a fost realizată de F.S. Mishkin, sinteză prezentată în Tabel 2 Principalele mecanisme de transmisie.

O observație importantă vizează asemănarea acestor mecanisme de transmisie – de exemplu canalul creditului și toate derivatele sale împreună cu canalul tradițional al ratei dobânzii implică existența pieței secundare de obligațiuni de stat. De asemenea canalul prețurilor altor active funcționează ca componentele sale – canalul cursului de schimb și canalul prețului acțiunilor – implică existența pieței valutare libere și a pieței secundare a acțiunilor.

Este important de remarcat legătura foarte puternică, din ultima perioadă, dintre studiul sistemului financiar, asimetriilor informaționale și mecanismelor de transmisie a politicii monetare.

Asimetria informațională, deci discrepanța în volumul și calitatea informației între partenerii unei tranzacții, conduce la probleme în sistemul financiar atât înainte cât și după desfășurarea tranzacției.

Selecția adversă este o problemă creată de asimetria informațională înainte de desfășurarea tranzacției și constă în vicierea procesului de selecție a celui mai bun partener în tranzacția respectivă, indiferent de natura tranzacției (vânzare – cumpărare, creditare – împrumut, etc.).

Hazardul moral este cealaltă fațetă a asimetriei informaționale, ce apare după desfășurarea tranzacției. Spre exemplu într-un contract de credit hazardul moral constă în utilizarea creditului în scopuri imorale și ilegale din punct de vedere al creditorului. Dacă cel ce a acordat creditul ar fi cunoscut intențiile reale ale debitorului, acordarea creditului nu ar mai fi avut loc.

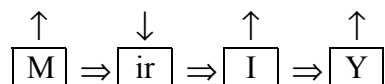
Tabel 2 Principalele mecanisme de transmisie.

Politica monetară									
Mecanismul de transmisie	Canalul prețurilor altor active			Canalul creditului					
	Canalul cursului de schimb	Coeficientul "Q" al lui Tobin	Efectele averii	Canalul creditului bancar	Canalul bilanțier	Canalul fluxurilor de trezorerie	Canalul nivelului neanticipat al prețurilor	Canalul lichidității gospodăriilor	
	Politica monetară	Politica monetară	Politica monetară	Politica monetară	Politica monetară	Politica monetară	Politica monetară	Politica monetară	
	rata dobânzii	Prețul acțiunilor	Prețul acțiunilor	Depozitele bancare	Prețul acțiunilor	Rata dobânzii	Nivelul neanticipat al prețurilor	Prețul acțiunilor	
	cursul de schimb	Coeficientul "Q" al lui Tobin	Averea financiară	Împrumuturile bancare		Fluxurile de trezorerie		Averea financiară	
					Hazard moral, selecție adversă	Hazard moral, selecție adversă	Hazard moral, selecție adversă		
					Împrumuturile acordate	Împrumuturile acordate	Împrumuturile acordate		Probabilitate a de faliment
	Investiții	Investiții		Investiții	Investiții	Investiții	Investiții		
	Locuințe			Locuințe				Locuințe	
	Bunuri de folosință îndelungată							Bunuri de folosință îndelungată	
		Exporturi nete							
	Produsul Intern Brut								
	Componente ale cheltuielilor (PIB)								

2.1. Canalele tradiționale ale ratei dobânzii.

Canalul ratei dobânzii (money view) este o temă clasică a literaturii economice actuale. Variațiile ratei dobânzii reprezintă elementul esențial al mecanismului de transmisie al politicii monetare evidențiat de modelul keynesian binecunoscut IS-LM.

Schematic o creștere a masei monetare generează următoarele efecte în cadrul acestui canal de transmisie a politicii monetare:

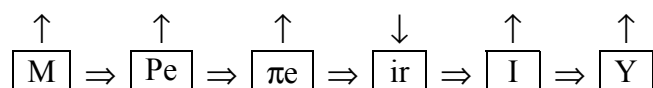


O creștere în masa monetară (M) conduce la scădere a ratelor dobânzii (ir), ceea ce în timp micșorează costul capitalului, ducând la o creștere a cheltuielilor de investiții (I) și deci la o creștere a cererii agregate și a producției (Y).

Inițial Keynes a descris acest mecanism ca funcționând pe baza deciziilor de investire a întreprinderilor. Cercetări ulterioare au demonstrat că deciziile populației cu privire la bunurile de folosință îndelungată și cele privind cumpărarea sau construirea de locuințe se aseamănă cu deciziile de investiții. Lanțul causal prezentat anterior se pretează deci la aplicații și asupra unor cheltuielilor de consum, iar în acest caz I – reprezintă cheltuielile cu bunurile de folosință îndelungată și locuințe.

O altă caracteristică importantă a canalului ratei dobânzii constă în accentul pus pe rata dobânzii reală, și nu asupra celei nominale, ca element decisiv în decizia de investiții. De asemenea un accent deosebit se pune pe legătura dintre rata dobânzii pe termen scurt și rata dobânzii pe termen lung, cea pe termen lung fiind cea ce influențează decizi de investire. Legătura între rata pe termen scurt, ce poate fi influențată de Banca Centrală, și cea pe termen lung se bazează pe rigiditatea prețurilor, ce constituie un postulat al oricărei construcții de tip keynesian. Dacă prețurile sunt rigide, o scădere a ratei dobânzii nominale pe termen scurt conduce la o scădere a ratei reale a dobânzii pe termen scurt, ceea ce antrenează scăderea ratei dobânzii pe termen lung. Recenta teorie a așteptărilor raționale consideră rata dobânzii pe termen lung ca pe o medie a așteptărilor asupra ratelor dobânzii pe termen scurt. Această scădere a ratelor reale ale dobânzii pe termen lung conduc la creșterea cheltuielilor de investiții ale întreprinderilor, la creșterea cheltuielilor pentru locuințe și bunuri de folosință îndelungată, care toate duc la creșterea cererii agregate.

Această constatare vizând importanța ratei reale a dobânzii conduce la concluzia eficienței politicii monetare chiar în condițiile în care rata nominală este apropiată de zero, cazul economiilor cu o puternică deflație (“capcana monetară” – în sens keynesian). Mecanismul de transmisie a politicii monetare în acest caz presupune că o creștere a masei monetare duce la creșterea nivelului așteptat al prețurilor (P_e) și deci și al inflației așteptate (π_e), ceea ce duce la scăderea ratei reale, chiar când cele nominale sunt apropiate de zero, aceasta ducând în final creșterea cheltuielilor de investiții. O schemă simplificată a acestui canal al ratei dobânzii este următoarea:



Cu toate diferențele și variantele de modele din această categorie, există câteva elemente sau ipoteze pe care orice model de acest tip trebuie să le îndeplinească:

- nu există decât două clase de active: bani și alte active
- nu există substitute pentru bani în efectuarea tranzacțiilor în economie

- băncile nu-și pot imuniza variațiile în soldul contului de tranzacții față de variațiile rezervelor

Un exemplu de țară în care studiile empirice au identificat o funcționare importantă a canalului ratei dobânzii este Germania, o modificare a dobânzilor ducând la modificarea semnificativă a deciziilor de investiții (Sigfried, 2000). De asemenea Columbia este un caz de funcționare a canalului ratei dobânzii susține Carrasquilla (BIS).

O altă apreciere privind funcționarea canalului creditului o susține Judith Nemenyi (ONB, 1996) cu privirea la Ungaria. Autoarea menționată anterior susține de asemenea importanța ratei dobânzii reale și nu a celei nominale. Totuși funcționarea unuia sau altuia din canalele de transmisie a politicii monetare sunt destul de controversate în Ungaria, pentru că este destul de dificil de relevat rolul fiecăruia într-o economie în continuă schimbare, cu intrări masive de capital străin, cu o dezvoltare puternică a pieței de capital și deci a dezintermedierii financiare.

În Polonia, Ryszard Kokoszczeni (ONB, 1996), menționează existența unui canal a ratei dobânzii, cel puțin în prima parte a tranziției, atunci când agenții economici se bazează pe finanțarea externă a firmelor respective îmbrăcând forma creditului bancar. Rolul acestui canal de transmisie, consideră Kokoszczeni s-a redus semnificativ în perioada 1993-1995 când o îmbunătățire a rezultatelor firmelor, ca urmare a exporturilor masive, cât și atitudinea prudentă a băncilor au condus la un rol relativ mai mare a canalului cursului de schimb și a celui bilanțier.

În articolul său F.S. Mishkin apreciază că părerile în privința canalului ratei dobânzii, a eficienței și importanței sale sunt împărțite, cunoscuți economiști precum John Taylor susținând că există suficiente dovezi empirice în favoarea acestui mecanism și a forței sale, iar alți economiști precum Mark Gertler și Ben Bernanke susțin că studiile empirice nu demonstrează funcționarea canalului ratei dobânzii prin intermediul costului capitalului. De asemenea acești cercetători susțin că eșecul acestui canal tradițional trebuie să impulsioneze cercetarea celorlalte mecanisme de transmisie a politicii monetare.

Una din obiecțiile majore formulate de monetariști la adresa analizei keynesiste este după cum am menționat anterior, concentrarea atenției asupra unui singur preț din economie – rata dobânzii. Aceste două puncte de vedere critice la adresa analizei keynesiste au dus la apariția a două clase de canale de transmisie a politicii monetare – canalul prețurilor altor active și canalul creditului.

2.2. Canalele prețurilor altor active.

În urma criticilor vizând focalizarea exclusivă asupra prețului unui singur activ ca mijloc de transmisie a politicii monetare, în teoria economică au apărut și alte active, ale căror variații de prețuri, ca efect al politicii monetare, pot explica evoluțiile în activitatea economică. Dintre activele considerate a fi mai importante în mecanismul de transmisie s-au desprins cursul de schimb și prețul acțiunilor.

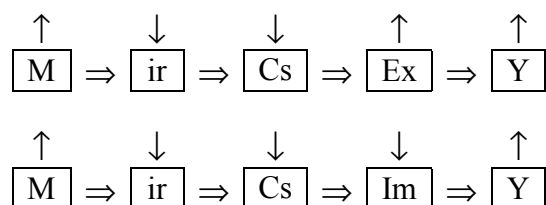
Odată cu procesul globalizării, integrării financiare tot mai accentuate și al continuiei dezvoltări a piețelor de capital, mecanismele de transmisie a politicii monetare prezentate anterior cunosc o continuă evoluție și creștere în importanță.

2.2.1. Canalul cursului valutar.

Canalul cursului valutar, după trecerea la cursurile flotante a cunoscut o continuă atenție din partea decidenților și cercetătorilor din domeniul politicii monetare, în special din punct de vedere al efectelor acestei politici asupra cursului de schimb și prin intermediul acestuia asupra exporturilor și activității economice.

Acest canal implică și el modificări ale ratei dobânzii ce conduc la mișcări ale capitalurilor și deci la efecte asupra cursului de schimb. Aceasta deoarece rate ale dobânzii interne mai mici fac plasamentele pe piața financiară internă mai puțin atractive și deci în contextul liberei circulații a capitalurilor duce la export de capital și la deprecierea monedei naționale respective. O depreciere a monedei locale conduce la scumpirea relativă a mărfurilor de import și la ieftinirea relativă a importurilor. Presupunând că cererea este elastică în raport cu prețul la bunurile exportate, cererea și deci și exportul cresc, conducând la majorarea producției. De asemenea importurile mai scumpe conduc la o schimbare a structurii consumului către bunurile locale, și deci o creștere a cererii agregate.

Schematic aceste evoluții pot fi reprezentate astfel:



Canalul cursului valutar este important mai ales în cazul economiilor mici și deschise. De asemenea pentru acest tip de economii nu este relevantă doar politica monetară a propriilor autorități monetare dar și politica monetară a țărilor cu pondere mare în comerțul exterior al țării respective.

Un alt fapt important privește tipul de sistem al ratei de schimb. Pentru ca acest canal să poată funcționa cursul de schimb trebuie să fie flotant sau să fie dirijat într-o bandă prestabilită; în cazul cursurilor fixe canalul cursului de schimb este inoperant.

Un exemplu de țară ce prezintă un canal de transmisie al politicii monetare precum canalul cursului de schimb este Mexic. Studiul efectuat (Diaz, BIS) susține o legătură foarte puternică între cursul de schimb și inflație, și un efect combinat al cursului de schimb și al ratei dobânzii asupra investițiilor străine și deci și al producției. Ponderea comerțului exterior în PIB este de asemenea un factor foarte important în determinarea importanței acestui canal de transmisie. În Mexic comerțul exterior are ponderi foarte mari din PIB (aproape 60% în ultimii ani).

O altă țară cu un canal al cursului de schimb activ este Israel (De Fiore, 1998) cu unele particularități. Astfel pe lângă mecanismul explicat în partea teoretică, ar putea funcționa și un

mecanism legat de efectele averii deoarece prețurile la unele bunuri de folosință îndelungată sunt exprimate în monedă străină (\$), deci variații ale cursului de schimb duc la variații ale averii și deci ale consumului cu efecte previzibile asupra producției.

De asemenea în țările mici, cu economii deschise, apare și un efect generat de rolul de stabilizare a fluctuațiilor contului de capital pe care-l joacă Banca Centrală. Astfel dacă o politică monetară restrictivă conduce la rate ale dobânzii mai mari, acesta va genera intrări de capital, ceea ce conduce la încercarea de stabilizare a băncii centrale pentru a menține cursul de schimb și competitivitatea produselor la export. Acesta duce la injecția de lichidități în economie și la niște cerințe mai ridicate vizând rata dobânzii pentru a atinge obiectivul de inflație. Ratele dobânzii în mișcare lor produc efecte în economia reală, diferențiat, funcție de sensibilitatea fiecărui sector, așa cum demonstrează studiul pe Israel. Acest efect descris anterior este considerat de autoarea articolului ca fiind și sursa dificultăților pe care le are Banca Centrală din Israel în a stăpâni inflația.

Un exemplu de funcționare a canalului cursului de schimb oferă, chiar dacă pentru o perioadă scurtă 1993-1995, Polonia, acest fapt fiind susținut de Ryszard Kokoszcanski (ONB, 1996). Acesta susține că în perioada menționată exporturile nete pozitive au generat o apreciere importantă a cursului real al zlotului, cu efecte importante asupra structurii deținerilor de active financiare pentru toți operatorii economici. Totuși creșterea importanței monedei locale a condus la reluarea locului principal în mecanismele de transmisie a politicii monetare de către canalul ratei dobânzii.

2.2.2. Canalul cursului acțiunilor.

Canalul generat de variațiile prețului acțiunilor a fost ignorat o bună perioadă de timp deși există o convergență a părerilor conform cărora dividendele oferite de acțiuni depind de situația economiei. De asemenea indicii bursieri fac parte din setul de indicatori esențiali în luarea deciziilor economice în multe economii dezvoltate. Canalul cursului acțiunilor se bazează pe variațiile prețurilor acțiunilor la modificări ale masei monetare ce conduc la efecte asupra economiei reale prin două mecanisme: coeficientul “Q” al lui Tobin și efectele averii. Prețurile acțiunilor sunt afectate în cazul modificării politicii monetare de „taxa” sau „subvenția” generată de inflație.

În economii dezvoltate modificări ale ratei dobânzii și ale politicii monetare generează efecte rapide și ample asupra prețurilor acțiunilor, ilustrând astfel importanța înțelegerii acestui canal de transmisie.

Canalul cursului acțiunilor spre deosebire de celelalte canale de transmisie nu implică piața obligațiunilor și nici sistemul bancar, ci o parte a pieței de capital și un model de comportament rațional al deținătorilor de valori mobiliare.

În condițiile unui sistem bancar în continuă dereglementare în țările dezvoltate, ce conduce la o relevanță mai redusă a celorlalte mecanisme de transmisie, și în condițiile generalizării deținerii de acțiuni (procentul din populația SUA ce deține în prezent acțiuni este de 40% față de doar 27% în 1984, după cum susțin Chami, Cosimano, Fullenkamp, feb. 1999) acest canal de transmisie pare a avea atât prin impactului asupra firmelor, cât și asupra gospodăriilor un efect din ce în ce mai important. Conform aceluiași autori alte motive pentru care acest canal de transmisie își mărește importanța este sensibilitatea mai mare a conducerilor firmelor la evoluțiile prețului acțiunilor emise, sensibilitate ce se traduce în modificări puternice ale politicii de investiții și producție în caz de variație a prețului acțiunilor. De asemenea rolul mult mai activ al acționarilor în ultima perioadă – poate determinat și de caracterul tot mai profesionist al acestuia, astfel fondurile de pensii dețin 30% din acțiunile listate pe piață, iar fondurile mutuale și alte instituții aproape 50% – au determinat și o reducere semnificativă a perioadei de exercitare a funcțiilor de conducere în cadrul corporațiilor, dar și la o teamă mult mai mare a conducătorilor de corporații față de nemulțumirea acționarilor. De aceea complexitatea și volumul de muncă pe care un manager trebuie să le depună sunt în continuă creștere, presați fiind de cerințe de rentabilitate și dividende tot mai mari din partea proprietarilor companiilor respective. Aceste evoluții au condus de asemenea la piețe de capital mai eficiente și la reacții prompte și puternice din partea managerilor la variații de preț ale acțiunilor companiei ce o conduc, reacții ce tot mai des nu sunt o rezultată a deciziilor acționarilor ci o acțiune deliberată ce anticipează reacția acestora. Pentru Banca Centrală un canal al prețului acțiunilor cu o influență în creștere conduce la un accent mai important pe politicile monetare îndreptate spre stăpânirea inflației, și menite a-i susține credibilitatea.

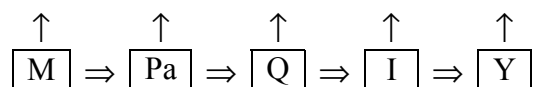
Concluzia este că numărul acționarilor crește de la o perioadă la alta, un număr tot mai mare de acțiuni este deținut direct de persoane fizice sau de intermediari financiari ai acestora, viteza reacțiilor acționarilor și forța acestora este și ea în continuă creștere, iar răspunsurile lor la modificările de politică monetară – ce pot afecta nivelul inflației și deci și al dividendelor reale ce le obțin – sunt de natură să conducă la schimbări în politica firmelor respective și deci și la schimbări în nivelul și structura producției.

2.2.2.1. Coeficientul “Q”

Canalul de transmisie ce se bazează pe teoria coeficientului “Q” a fost definit de James Tobin și explică cum politica monetară afectează economia prin efectul pe care îl are asupra valorii acțiunilor. James Tobin a definit coeficientul “Q” ca fiind raportul dintre valoarea de piață a firmei și costul de înlocuire al capitalului. Dacă coeficientul “Q” prezintă valori ridicate, aceasta conduce la concluzia existenței unei valori de piață mari relativ la costul de înlocuire al capitalului, și deci pentru întreprinderea în cauză costul noilor capacități de producție, echipamentelor, utilajelor este redus relativ la valoarea de piață a firmei. Companiile în acest caz pot emite acțiuni și pot obține un preț ridicat pentru fiecare acțiune vândută, iar cu resursele mobilizate pot cumpăra relativ ieftin mijloacele fixe necesare.

Dacă coeficientul “Q” are valori reduse, firmele nu vor cumpăra noi bunuri de investiții deoarece aceste sunt prea scumpe relativ la costul capitalului necesar. Dacă totuși firmele doresc să se extindă pot recurge la cumpărarea companiilor similare deja existente. Deci într-un asemenea caz cheltuielile de investiții vor fi foarte reduse. Teoria coeficientului “Q” a lui Tobin oferă o explicație plauzibilă și realistă privind nivelul extrem de redus al cheltuielilor de investiții în perioadele de recesiune, ținând seama ca prețul acțiunilor în asemenea perioade atinge nivele minime.

Efectul politicii monetare asupra prețurilor acțiunilor, constă în legătura puternică dintre cheltuielile vizând cumpărarea de acțiuni și existența unui excedent de lichiditate în sistemul financiar. O politică monetară expansionistă conduce deci la o cerere mai mare de acțiuni ceea ce se reflectă pe piață în prețuri mai mari. Schematic modul de funcționare a acestui mecanism de transmisie poate fi reprezentat astfel (Pa prețul acțiunilor):

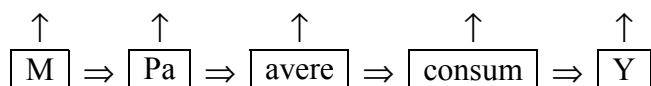


Performanțele în testele empirice a coeficientului “Q” este conform Ralph Chami, Thomas F. Cosimano, Connel Fullenkamp (feb. 1999), dezamăgitoare, iar problemele pe care acest indicator le prezintă ar putea apare din cauza modului teoretic de definire greșit sau inabilității de a măsura acest coeficient în mod corect.

2.2.2.2. *Efectul averii.*

Importantă în explicarea mecanismelor de transmisie poate fi și balanța consumatorilor, volumul de resurse disponibile în raport cu cheltuielile deja angajate conducând la o anumită preferință pentru cheltuieli suplimentare. Importantă în explicarea acestui mecanism este și teoria “ciclului de viață” promovată de Franco Modigliani. Consumul este asimilat cheltuielilor realizate de consumatori de bunuri și servicii mai puțin cele de folosință îndelungată. Acesta este de fapt și diferența dintre consum și cheltuielile de consum. Teoria lui F. Modigliani susține că operatorii economici își optimizează consumul pe parcursul timpului, funcție de resursele disponibile pe o perioadă mai lungă de timp și nu doar funcție de cele pe termen scurt.

O componentă importantă a resurselor pe toată durata “ciclului de viață” este averea financiară și în cadrul acesteia deținerile de acțiuni. Când prețurile acțiunilor cresc, valoarea averii financiare crește, ducând la creșterea resurselor disponibile consumatorului pe întreaga perioadă a ciclului de viață, ducând deci la o creștere a consumului. Știind că o politică monetară expansionistă duce la creșterea prețurilor acțiunilor putem schița relațiile cauzale pe care le implică acest mecanism de transmisie.



Cercetările lui Franco Modigliani au demonstrat o puternică legătură între aceste variabile și deci și importanța acestui canal de transmisie.

2.2.2.3. *Canalul prețului locuințelor și al terenurilor.*

Este important de asemenea de observat că teoria coeficientului “Q” și teoria averii conduc la relații cu un caracter mai general și se pot aplica și pe alte piețe, pe lângă piața de capital, exemple fiind piața locuințelor și a terenurilor. O creștere a prețului caselor față de costul lor de înlocuire conduce la un coeficient “Q” ridicat și stimulează construcția de noi locuințe. De asemenea locuințele și terenurile sunt un element foarte important al averii indivizilor și deci creșterea prețurilor la aceste active conduce la o sporire a averii deținătorilor și deci și la o creștere a consumului acestora. Creșterea masei monetare conduce astfel, prin mecanismele prezentate la creșterea cererii globale, și deci se poate afirma că politica monetară acționează asupra activității economice, nivelului producției și prin intermediul acestui mecanism de transmisie.

2.3. Canalele creditului.

Contestarea mecanismului tradițional de transmisie a politicii monetare, a condus la noi abordări în acest domeniu, la descoperirea de noi canale de transmisie. Punctul de plecare în argumentarea existenței unui canal al creditului (credit view) este respingerea ipotezei perfecte substituții a tuturor activelor nemonetare și acceptarea ipotezei asimetriei informaționale pe piața creditului. Toate teoriile tradiționale porneau de la premise existenței unor informații complete și disponibile în mod gratuit tuturor participanților la viața economică, informații necesare pentru a putea adopta un comportament rațional. Aceste premise sunt tot mai contestate, dovezile privind imperfecțiunea piețelor indiferent de natura acestora începând să apară și să genereze abordări teoretice ce incorporează aceste imperfecțiuni informaționale și deci și imperfecțiuni ale piețelor financiare.

Acest canal de transmisie subliniază rolul sistemului bancar în cadrul sistemului financiar și relațiile speciale existente între banca centrală și ansamblul băncilor din sistem. Este important de observat că importanța acestui canal de transmisie depinde de ponderea sistemului bancar în ansamblul sistemului financiar.

Canalul creditului este considerat ca fiind complementar canalului tradițional al ratei dobânzii, efectele generate de canalul creditului fiind un supliment la efectele generate de canalul ratei dobânzii.

Având în vedere importanța pe care trebuie să o joace sistemul bancar pentru ca un canal al creditului să poată funcționa, am putea presupune că Germania, cu un sistem bancar bine dezvoltat, cu o piață de capital la un nivel modest, ar trebui să fie un exemplu clasic în acest domeniu. Studii empirice (Sigfried, 2000) au demonstrat că nu este așa, canalul creditului având o acțiune redusă, una din explicații fiind relațiile tradiționale între firme și bănci și pe termene lungi, iar o altă explicație fiind capacitatea băncilor de a compensa influențele negative induse de politica monetară. Un alt studiu (Kakes, Jan-Egbert, Maiery, 1999) concluzionează în mod similar arătând că băncile germane folosesc volumul stocului de obligațiuni, pentru a compensa variațiile generate de politica monetară în pasive bancare, evitând astfel variații ale volumului de credite. Această constatare este susținută și de studiul lui Favero, Giavazzi, Flabbi (1999) dar la nivelul întregii Europe, cu mențiunea că în cazul Germaniei și concluziile sunt similare. Se constată că toate băncile mici din această zonă geografică își utilizează excesul de monedă centrală pentru a feri volumul creditelor de variații. Reacțiile sunt totuși diferite de la o țară la alta, cu mențiunea că în Franța lipsa acestui canal de transmisie ar putea fi o consecință a bunei dezvoltări a pieței de capital.

Un studiu asupra Olandei (Kakes Jan, 1998) demonstrează ca și cele anterioare rolul scăzut al canalului creditului și politica sistematică a băncilor de a constitui un stoc tampon de obligațiuni pentru a contracara efectele politicii monetare.

În mod oarecum surprinzător canalul creditului este demonstrat a fi foarte important în SUA (cu o piață de capital extinsă, deci cu multe alternative pentru finanțare), de către Romer Cristina, Romer David (1993), totuși reacțiile sunt slabe la modificări mici de politică monetară, dar semnificative la modificări de politică urmate de intervenții puternice a FED. De asemenea acțiunile FED duc, după constatările celor doi autori, la modificări semnificative în diferențele dintre rata dobânzii la creditele comerciale și bancare, ceea ce demonstrează astfel efectul acestui canal.

Columbia și Mexic au un răspuns destul de sinuos la variațiile politicii monetare, iar studiile făcute (Carrasquilla – pentru Columbia și Diaz – pentru Mexic) au subliniat modul particular de reacție a economiilor deschise și relativ mici, la politica monetară. Astfel în Columbia există un efect al lichidității, și o relație între PIB și politica monetară dar doar pe termen scurt). De asemenea articolul oferă dovezi privind lipsa de eficiență a canalului creditului, lipsă de eficiență determinată de răspunsurile greșite și managementul slab al

majorității băncilor, ceea ce a condus după opinia autorului și la o criza bancară din 1985. Băncile în perioada premergătoare confruntate pe parcursul a 4-5 ani cu o politică de contracție monetară, nu au reacționat ajustându-și portofoliile și au ajuns în situații grave ce au necesitat intervenția administrativă a statului pentru a le salva.

Un alt exemplu de țară cu un canal al creditului activ este Israel (De Fiore, 1998). Acest fapt se datorează, consideră autoarea, rolului mare al sistemului bancar în sistemul financiar, dar și asimetriilor legate de rezervele minime obligatorii diferite necesare pentru depozitele în moneda locală și în cea străină. De aceea ratele de dobândă sunt diferite la cele două categorii de credit – în shekeli și \$ – și schimbări în politica monetară induce creșteri sau scăderi ale prețului creditului intern și deci la variații ale ponderii acestuia în raport cu creditele în moneda străină.

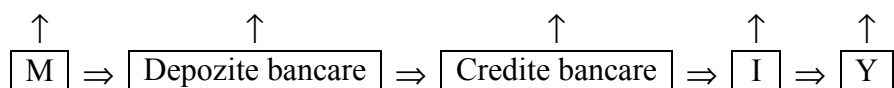
2.3.1. Canalul creditului bancar.

Canalul creditului bancar (bank lending channel, credit channel in the strict sense) derivă din importanța sistemului bancar în cadrul sistemului financiar și a naturii deosebite a băncilor, ce sunt bine dotate cu instrumente ce permit rezolvarea problemelor de asimetrie a informării cu privire la diverse segmente ale pieței creditului și ale pieței financiare.

Adeții existenței canalului creditului contestă valabilitatea teoremei Miller - Modigliani ce prevede lipsa de importanță a surselor de finanțare și perfecta substituție a acestora. Dacă teorema Miller – Modigliani ar fi corectă o modificare a politicii de piață liberă (open – market) a Băncii Centrale nu ar trebui să aibă nici un efect major asupra activității băncilor. Spre exemplu dacă Banca Centrală reduce nivelul monedei legale din sistem și deci și nivelul rezervelor posibil de constituit de către băncile comerciale, aceasta ar trebui să afecteze doar posibilitățile băncilor de a își constitui resursele pe seama monedei centrale. Însă nimic nu ar împiedica băncile să recurgă la surse alternative de finanțare precum emisiunea de certificate de depozit sau alte instrumente financiare. În cazul ipotezei Miller – Modigliani, Banca Centrală nu poate decât modifica structura pasivului unei bănci comerciale, deci nu poate obliga băncile decât să-și schimbe structura resurselor constituite. Efectele asupra nivelului activelor, sau asupra nivelului creditelor acordate ar fi nul.

Dacă teorema Miller – Modigliani are o relevanță mai redusă în cazul societăților bancare, atunci canalul creditului ar putea prezenta importanță pentru politica monetară. Modul de funcționare a acestui canal de transmisie poate fi descris astfel: o creștere a lichidității sistemului bancar ca urmare a unei politici monetare expansioniste, mărește volumul depozitelor bancare, și deci conduce la existența unor resurse mai mari disponibile pentru creditarea clienților. Aceste resurse mai mari conduc la credite mai mari ce finanțează cheltuielile de investiții ale firmelor și conduc la creșterea producției.

Schematic aceste efectul politicii monetare poate fi reprezentate astfel:



În condițiile existenței rezervelor minime obligatorii aplicabile asupra tuturor tipurilor de depozite bancare, o modificare a lichidităților (a cantității de monedă legală în circulație) conduce la posibilități mai reduse pentru bănci de a emite certificate de depozit deoarece nu vor avea cu ce să constituie aceste rezerve. Chiar dacă nu există aceste cerințe pentru certificate de depozit (exemplu SUA) faptul că aceste certificate de valori mari sunt neasigurate în cadrul sistemului va conduce la un transfer al riscurilor din procesul creditării asupra celor ce investesc în titlurile financiare emise de bancă. Este de remarcat că eficiența acestui canal de transmisie crește cu cât nivelul rezervelor minime obligatorii este mai ridicat ca și pondere în depozite.

De asemenea cu cât băncile comerciale sunt mai dependente de resurse de finanțare din partea Băncii Centrale, cu atât probabilitatea ca acest canal de transmisie să fie foarte important este mai mare.

De asemenea cu cât o bancă își propune să dețină mai multe lichidități, ca pondere în activ, cu atât este ea mai sensibilă la variații ale politicii monetare și deci cu atât mai adaptivă trebuie să fie politica sa de creditare. Acesta este cazul băncilor de dimensiuni mici, foarte vulnerabile la problemele ce le ridică asimetria informațională și care au pentru a compensa posibilele probleme generate de creditele problematice, rezerve de lichidități ridicate.

Pentru o funcționare eficientă a acestui canal de transmisie trebuie ca sistemul financiar să îndeplinească deci următoarele condiții:

- băncile nu trebuie să-și poată imuniza portofoliul de credite față de modificările de politică monetară
- împrumutații nu pot să-și imunizeze cheltuielile reale față de modificările în volumul creditului bancar
- sistemul bancar trebuie să reprezinte o parte semnificativă a sistemului financiar

O altă problemă evidențiată de studii econometrice în privința canalului creditului bancar este sincronizarea modificării de volum a creditului cu modificarea producției. În cazul evidențelor de acest fel pot apare controverse privind relațiile de cauzalitate: sunt relații ce pornesc din sensul producție către creditul bancar sau invers. Un posibil răspuns la această controversă îl oferă Ramsey (1993). El consideră că dacă relația de cauzalitate pornește de la nivelul producției și conduce în final la scăderea cererii de credite și deci și a creditelor bancare atunci nu poate exista nici un mecanism de transmisie prin intermediul creditelor bancare. Însă în studiul amintit autorul demonstrează că după episoade cu o politică monetară restrictivă cererea de credite nu s-a redus, ci doar structura acesteia s-a schimbat. Astfel creditele comerciale cunosc o creștere de volum, combinată cu o scădere a volumului creditelor bancare. Deci deoarece cererea de credite pe ansamblu nu scade, este evident că canalul creditelor bancare este funcțional, iar sincronizarea răspunsului său cu cea a producției nu poate discredita eficiența și importanța acestui mecanism de transmisie. Un alt motiv al acestui decalaj temporal între acțiune, prin intermediul politicii monetare, și răspuns, prin canalul creditului bancar, îl constituie consideră autorul natura contractuală a relațiilor de creditare, ceea ce implică necesitatea respectării contractelor semnate, chiar dacă acestea nu sunt de natură să aducă avantaje, date fiind modificările în politica monetară. Adaptarea băncilor la modificările de politică monetară durează o perioadă mai lungă, determinată se pare de durata după care creditele acordate vin la scadență și fondurile astfel obținute pot sau nu să fie reutilizate tot pentru a acorda credite sau pentru alte operațiuni.

Un exemplu de funcționare a canalului creditului bancar îl oferă Kashyap, Stein (1997) asupra sistemului bancar din SUA. Vectorii ce induc în sistem modificările de politică ale Băncii Centrale sunt băncile de dimensiuni mici, incapabile să imunizeze variații mari în nivelul resurselor.

Rolul băncilor, capacitatea lor de a diagnostica financiar corect agenții economici, nivelul lor de expertiză sunt elemente importante ce conduc la dependența unor firme de creditul bancar. Deoarece celelalte componente ale sistemului financiar nu posedă același nivel de expertiză pentru unele firme încercarea de a substitui creditele bancare cu alte surse de finanțare duce la costuri prohibitive sau la refuzul celorlalte instituții. Alt motiv constă în costurile reduse ale unui diagnostic financiar realizat de către o bancă, fapt generat de economiile de scară ce se realizează în sistemul bancar.

De asemenea mărimea firmelor joacă un rol important, fiind evident că firmele mici nu pot emite instrumente financiare în condiții atractive și deci nu pot substitui creditele bancare cu nici o altă sursă de finanțare. Problema se accentuează mai mult dacă piața de capital este slab dezvoltată.

Un exemplu de funcționare a canalului creditului bancar este Japonia (Collins, Morsink, Bayoumi, 1999), unde în lipsa alternativelor de finanțare, firmele trebuie să suporte variațiile în volumul creditelor impus de efectele politicii monetare a Băncii Centrale. În fapt dependența firmelor față de bănci și a băncilor față de politica monetară este atât de mare încât efectele canalului creditului bancar le surclasează cu mult pe cele ale altor canale de transmisie.

Dovezi privind complementaritatea și legătura între canalul creditului bancar și canalul tradițional al ratei dobânzii în Spania oferă Hernando (1998), ce demonstrează că pe termen scurt modificarea ratei de dobândă practicate de Banca Centrală se transmite prin canalul ratei dobânzii, iar în timp influența acestuia scade și locul său este luat de canalul creditului bancar. Autorul evidențiază și lag-ul foarte lung între momentul schimbării politicii Băncii Centrale și efectele prin intermediul canalului creditului bancar. Autorul articolului demonstrează creșterea costului creditului bancar față de cel comercial și deci existența canalului creditului bancar. De asemenea Hernando consideră că determinant pentru existența canalului creditului într-o țară nu este structura creditului pe componente ci instrumentele monetare folosite de autoritățile monetare. El dă ca exemplu Marea Britanie și Japonia ce prezintă canale ale creditului relativ importante dar ce consideră autorul sunt legate și de aplicarea în aceste țări în anii 80 a mecanismelor de control a volumului creditului.

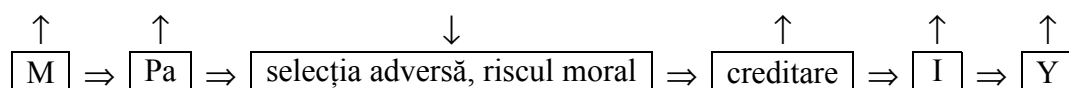
2.3.2. Canalul bilanțier.

Existența acestui canal se datorează problemelor de asimetrie a informațiilor. S-a constatat că o politică monetară restrictivă duce la accentuarea riscurilor legate de selecția inversă și conduce de asemenea la creșterea riscurilor generate de riscul moral.

Un exemplu de funcționare a acestui canal este oferit de Ryszard Kokoszcanski (ONB, 1996), pentru perioada 1993-1995 în Polonia. În această perioadă intrările mari de valute ca urmare a exporturilor în creștere, au condus la aprecierea în termeni reali a zlotului, deci o creștere a prețurilor activelor și deci au generat îmbunătățirea situației financiare a multor firme, cu consecințe asupra capacității acestora de a lua credite bancare.

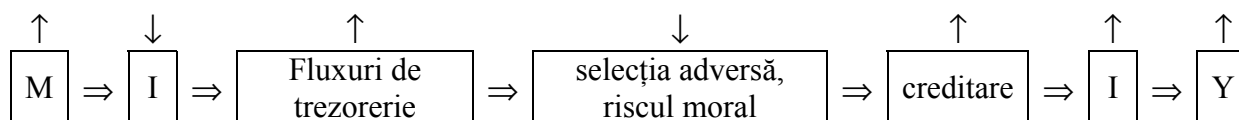
2.3.2.1. Canalul bilanțier tradițional.

Acest canal de transmisie se bazează pe legătura deja prezentată între politica monetară și averea netă a operatorilor economici. Astfel atunci când politica monetară expansivă generează o creștere a masei monetare, acesta duce la creșterea prețurilor activelor financiare, a averii nete a deținătorilor de astfel de active. În acest moment apar efectele generate de asimetria informațională. O avere netă mai mare conduce la posibilitatea de a prezenta garanții mai mari în vederea obținerii unui împrumut și deci pierderile potențiale generate de selecția adversă vor fi mai mici. De asemenea o avere netă mai mare generează și un risc moral mai redus, deoarece vor avea mai puține motive de a se angaja în activități foarte riscante și imorale din punctul de vedere al creditorului. O descriere schematică a funcționării acestui canal de transmisie poate fi prezentată astfel:



2.3.2.2. Canalul fluxurilor de trezorerie.

Acest canal de transmisie pornește de la efectul politicii monetare asupra fluxurilor de trezorerie ale firmei, adică asupra diferenței dintre încasări și plăți. O politică monetară expansionistă conduce la o îmbunătățire a situației bilanțiere a firmelor, la un grad de lichiditate mai ridicat și deci la o încredere mai mare a creditorului în posibilitățile firmei debitoare de a plăti la scadență. Rezultatul este o reducere a importanței problemelor legate de asimetria informațională, selecția adversă și riscul moral. Aceasta conduce la o creștere a volumului creditelor și deci și la o creștere a volumului activității economice. Lanțul causal poate fi reprezentat astfel:

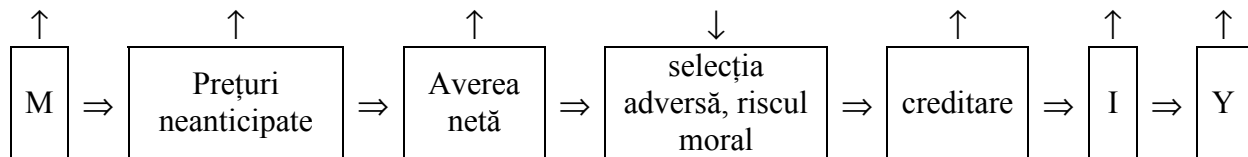


Un element important al acestui canal de transmisie este apariția ca element în acest lanț causal al ratei nominale a dobânzii, deoarece aceasta afectează fluxurile de trezorerie. De asemenea este vorba de o rată a dobânzii pe termen scurt și nu pe termen lung, deoarece sumele implicate în operațiunile de plăți sunt purtătoare de dobânzi la vedere.

Atunci când rata dobânzii scade, ca efect al politicii monetare expansive, ponderea firmelor cu proiecte de investiții foarte riscante scade, deoarece pe lângă acestea – ce sunt dornice de a contracta împrumutul la orice dobândă – apar și firme cu proiecte mai puțin riscante și cu o situație financiară mai bună.

2.3.2.3. Canalul nivelului neanticipat al prețurilor.

Cel de al treilea canal al creditului bilanțier funcționează prin intermediul efectului politicii monetare asupra prețurilor. Deoarece plățile datoriilor sunt contractate la nivele nominale, o creștere neanticipată de prețuri va conduce la reducerea datoriilor firmei în termeni reali dar nu și la o reducere a valorii reale a activelor. Deci o creștere de prețuri neanticipată conduce la o creștere a averii nete a firmelor prin reducerea valorii împrumuturilor în termeni reali și duce deci la posibilități sporite de a contracta noi împrumuturi și va reduce și tentația de a deturna împrumuturile deja contractate de la utilizarea lor normală spre activități foarte profitabile dar și foarte riscante. Schematic acest canale de transmisie arată astfel:

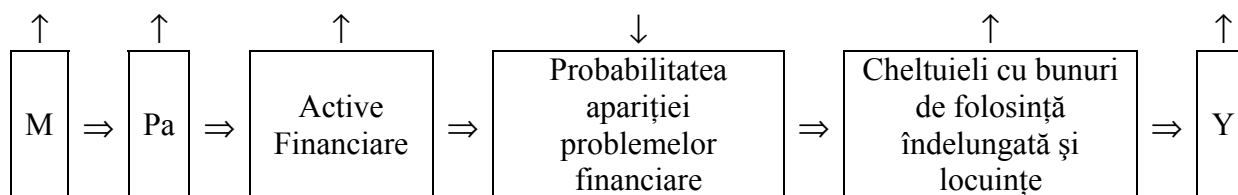


2.3.3. Canalul lichidității gospodăriilor.

Deși majoritatea literaturii economice având ca temă canalul creditului se focalizează pe cheltuielile firmelor, canalul creditului ar trebui să fie la fel de aplicabil și cheltuielilor de consum, în mod special cheltuielilor vizând locuințe și bunuri de folosință îndelungată. Un declin în creditele acordate de bănci, ca urmare a unei politici restrictive a autorităților monetare, ar trebui să provoace o scădere în volumul cheltuielilor destinate bunurilor de folosință îndelungată și locuințelor realizate de acei consumatori fără alte surse de creditare. De asemenea creșteri ale ratei dobânzii duc la o înrăutățire a situației gospodăriilor deoarece conduce la un efect negativ asupra fluxurilor de trezorerie a acestora.

Un alt mod de a privi importanța canalului bilanțier implică luarea în considerare a efectelor generate de nevoia de lichiditate asupra cheltuielilor cu bunuri de folosință îndelungată și locuințe. În viziunea efectelor nevoii de lichiditate, efectele bilanțiere apar în urma impactului asupra dorinței de a împrumuta a consumatorului și mai puțin asupra dorinței de a da cu împrumut a băncilor. Din cauza asimetriei la nivelul informațiilor asupra calității bunurilor de folosință îndelungată și locuințelor, acestea vor prezenta un grad de lichiditate foarte redus. Dacă apare un șoc la nivelul veniturilor consumatorilor, aceștia vor fi obligați să vândă o parte a bunurilor de folosință îndelungată și a locuințelor și deci se vor confrunta cu pierderi pentru că nu vor putea recupera întreaga valoare a activelor respective. Dacă ar fi deținut active financiare (depozite bancare, acțiuni, obligațiuni) ei ar putea să le vândă rapid pentru o valoare apropiată de valoarea de cumpărare pentru lichidități. Deci dacă consumatorii se așteaptă cu o probabilitate mare la probleme financiare în viitor, ei vor prefera să dețină cât mai puține bunuri de folosință îndelungată și locuințe ce prezintă o lichiditate scăzută, preferând activele financiare ce au un grad de lichiditate mai ridicat.

Situația financiară reflectată de bilanțul consumatorilor poate fi un factor foarte important în determinarea probabilității de a avea probleme financiare în viitor. Când consumatorii dețin un procent ridicat de active financiare față de datorii, estimările lor privind probabilitatea unor probleme financiare în viitor este scăzută și deci vor fi mult mai înclinați spre a cumpăra bunuri de folosință îndelungată și locuințe. Când prețul activelor financiare crește, valoarea activelor deținute crește și ea, odată cu cheltuielile pentru locuințe și bunuri de folosință îndelungată deoarece consumatorii au o poziție financiară mai bună, iar așteptările lor cu privire la situația financiară viitoare sunt mai optimiste. Schematic acest mecanism de transmisie poate fi reprezentat astfel:



Lichiditatea redusă a acestor active nefinanciare furnizează deci noi motive pentru care o creștere a masei monetare, ce duce la scăderea ratelor dobânzii și creșterea fluxurilor de trezorerie către consumatori, conduce la o creștere a cheltuielilor în cazul acestor categorii de active nefinanciare. Creșterea fluxurilor de trezorerie ale consumatorilor micșorează probabilitatea apariției problemelor financiare, acest fapt fiind de natură să încurajeze și el creșterea cheltuielilor cu bunuri de folosință îndelungată și locuințe. Toate aceste cheltuieli suplimentare au ca efect final creșterea cererii agregate și a producției.

3. Analiza canalelor de transmisie în România.

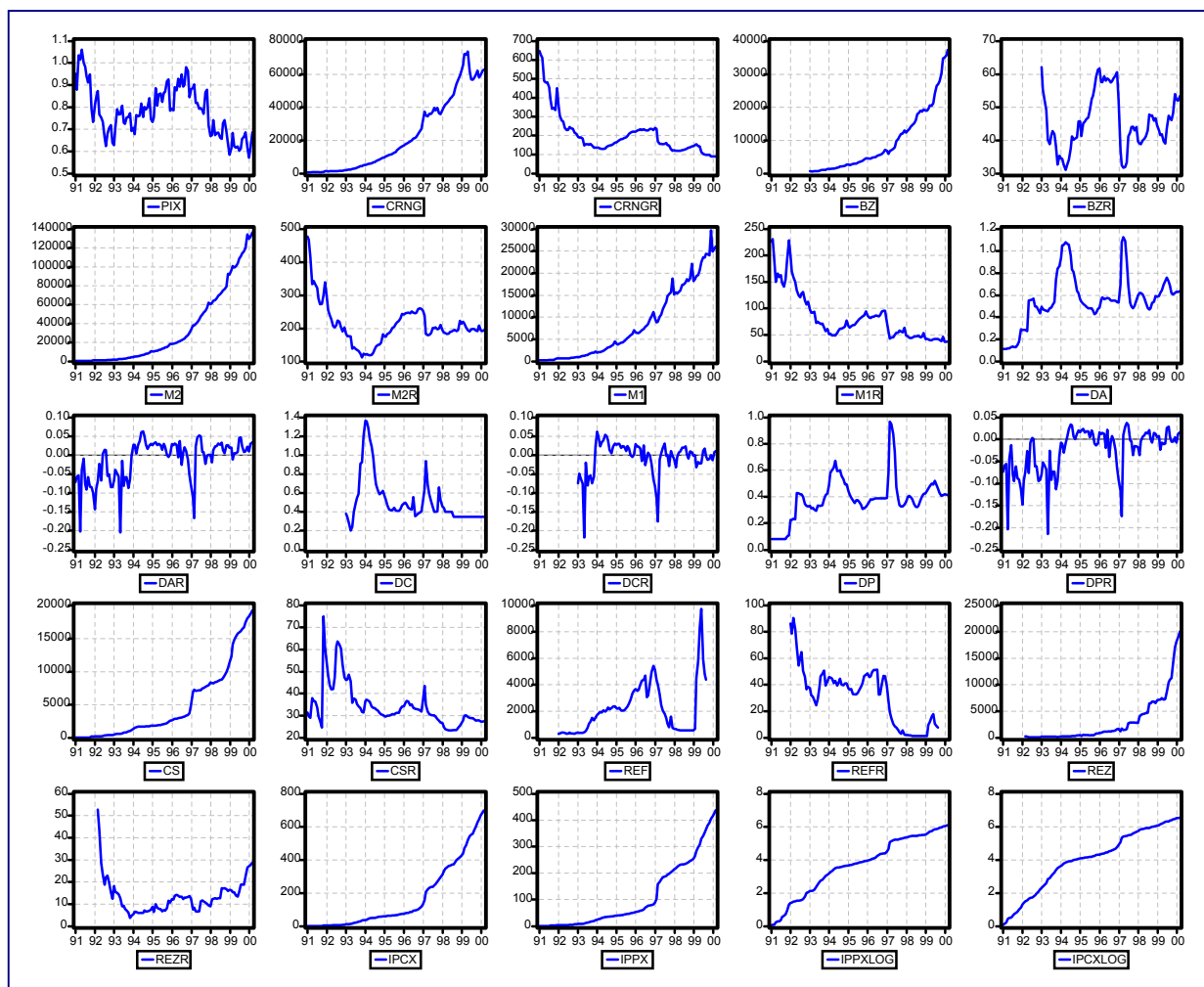
3.1. Serii de timp utilizate.

Pentru a realiza o astfel de analiză am utilizat datele din rapoartele anuale și lunare ale BNR. Astfel seriile utilizate sunt:

Tabel 3 Serii de date utilizate.

Symbol	Descriere	Description
BZ	Baza monetară	Reserve Money
BZR	Baza monetară reală	Real BZ, CPI deflated, base 01:1991
CRNG	Creditul neguvernamental	Credit to Non-Governments
CRNGL	Creditul neguvernamental în lei	Credit to Non-Governments in lei
CRNGLR	Creditul neguvernamental în lei real	Real credit to Non-Governments in lei, CPI deflated, base 01:1991
CRNGR	Creditul neguvernamental real	Real credit to Non-Governments, CPI deflated, base 01:1991
CRNGV	Creditul neguvernamental în valută	Credit to Non-Governments in foreign currency
CRNGVR	Creditul neguvernamental în valută real	Real credit to Non-Governments in foreign currency, CPI deflated, base 01:1991
CS	Cursul de schimb	Exchange rate
CSR	Cursul de schimb real	Real exchange rate, CPI deflated, base 01:1991
CVB	Cvasibani	Cvasi-money
DA	Dobânda activă	Lending rate for non-bank customers
DAR	Dobânda activă reală	Real lending rate for non-bank customers
DC	Taxa scontului	Rescont tax
DCR	Taxa scontului reală	Real rescont tax
DP	Dobânda pasivă	Deposit rate non-bank customers
DPR	Dobânda pasivă reală	Real deposit rate non-bank customers
IPCL	Indicele prețurilor de consum	Inflation, CPI
IPCX	IPC cu baza în lanț	Inflation, CPI, chain, base 01:1991
IPCXLOG	Logaritm de IPC baza în lanț	Inflation, CPI, chain in logs
IPP	Indicele prețurilor producției industriale	PPI
IPPX	IPP cu baza în lanț	PPI chain, base 01:1991
IPPXLOG	Logaritm de IPP cu baza în lanț	PPI chain in logs
M1	Masa monetară în sens restrâns	M1
M1R	Masa monetară în sens restrâns reală	Real M1, CPI deflated, base 01:1991
M2	Masa monetară în sens larg	M2
M2R	Masa monetară în sens larg reală	Real M2, CPI deflated, base 01:1991
PI	Variația producției industriale	Industrial output variation rate
PIX	Variația PI cu baza în lanț	Industrial output chain
REF	Refinanțare de la BNR	Refinancing from NBR
REFR	Refinanțare de la BNR reală	Real refinancing from NBR
REZ	Rezerve la BNR	Reserves of banks at NBR
REZR	Rezerve la BNR reale	Real reserves of banks at NBR

Grafic 1 Variabilele utilizate.



Variabilele utilizate sunt în valori reale deoarece am considerat că nu există iluzie monetară pe o perioadă atât de lungă (01:1991-03:2000) și că variabilele reale determină reacții la nivelul operatorilor economici. Nu am logaritmat valorile seriilor de date reale deoarece acestea sunt integrabile de ordinul 1 și pentru că variabile prin logaritmare pierd din informația ce o conțin, iar în cazul în care este necesară construirea unei analize de tip VAR, pierderea de informație este de nedorit.

3.2. Teste Granger de cauzalitate.

Pentru a putea stabili relațiile dintre variabilele studiate am realizat teste Granger de cauzalitate pentru ansamblul acestora. Intenția este de a observa dacă există legături între instrumentele utilizate de Banca Centrală (baza monetară și taxa scontului) și celelalte variabile, ce din punct de vedere teoretic sunt suspecte de a putea evidenția existența unuia din canalele de transmisie, prezentate în partea teoretică a lucrării.

În urma acestor teste s-au desprins următoarele concluzii:

- există o relație stabilă în timp între baza monetară reală și nivelul creditului neguvernamental real, relație în cazul căreia variabila exogenă este baza monetară iar cea endogenă creditul neguvernamental.
- între producția industrială și nivelul creditului neguvernamental real există o relație de cauzalitate dar doar pe termen scurt, variabila exogenă fiind nivelul creditului iar cea endogenă nivelul producției industriale.

- relația între taxa scontului și nivelul producției industriale este incertă similar cu relația între dobânda activă și producția industrială.
- ratele dobânzii sunt, conform testelor efectuate, cauzate de variații ale bazei monetare.
- influență asupra evoluției producției industriale are și variație masei monetare în sens larg (M2) spre deosebire de M1 ce este ne semnificativ.
- de asemenea modificările în volumul masei monetare reale în sens larg pare a fi generate de modificările bazei monetare.

Tabel 4 Teste de cauzalitate Granger.

Pairwise Granger Causality Tests										
Sample: 1991:01 2000:03										
Lag(s)	1		2		3		6		12	
Null Hypothesis:	F-Stat.	Prob.	F-Stat.	Prob.	F-Stat.	Prob.	F-Statistic	Prob.	F-Statistic	Prob.
CRNGR does not Granger Cause BZR	2.16829	0.14467	0.03551	0.96513	0.19561	0.89909	0.60713	0.72372	0.79284	0.65543
BZR does not Granger Cause CRNGR	5.86547	0.01762	10.8557	6.70E-05	8.42261	6.60E-05	5.48425	0.00011	4.16724	0.00016
CRNGR does not Granger Cause PIX	6.03617	0.01562	4.35971	0.0152	1.47006	0.22722	2.02039	0.07073	1.60332	0.10922
PIX does not Granger Cause CRNGR	0.99074	0.32181	6.48156	0.00222	4.20344	0.00759	1.56963	0.16487	0.82835	0.62112
CSR does not Granger Cause CRNGR	2.15974	0.1446	41.5949	5.30E-14	33.7791	3.30E-15	23.2874	1.50E-16	2.66984	0.00493
CRNGR does not Granger Cause CSR	2.28312	0.13374	2.24777	0.11074	4.65949	0.00431	3.06014	0.00893	0.98214	0.47375
DAR does not Granger Cause CRNGR	2.43016	0.12197	1.98857	0.14206	1.11207	0.34786	1.5159	0.18166	1.72661	0.07806
CRNGR does not Granger Cause DAR	17.1495	6.90E-05	20.0078	4.50E-08	17.052	4.90E-09	7.83899	7.90E-07	4.55862	1.80E-05
DCR does not Granger Cause CRNGR	18.0917	5.50E-05	5.59059	0.00534	4.853	0.00381	3.37628	0.00567	2.41914	0.01462
CRNGR does not Granger Cause DCR	6.0348	0.01611	14.7998	3.40E-06	10.8311	5.10E-06	8.21518	1.10E-06	4.81828	3.40E-05
M1R does not Granger Cause CRNGR	2.17766	0.14296	18.835	1.00E-07	11.6071	1.30E-06	3.7882	0.00204	3.04314	0.0016
CRNGR does not Granger Cause M1R	0.1488	0.70045	5.94824	0.00358	3.65581	0.01502	2.66793	0.0197	0.60979	0.82731
M2R does not Granger Cause CRNGR	0.71793	0.39872	18.7411	1.10E-07	11.5254	1.50E-06	5.52253	6.40E-05	2.73006	0.00412
CRNGR does not Granger Cause M2R	4.23974	0.04192	6.7404	0.00177	4.39628	0.00597	1.83833	0.10016	0.40879	0.9558
DCR does not Granger Cause PIX	0.14382	0.70548	1.47268	0.23546	1.81698	0.15107	1.59357	0.16243	1.81047	0.07191
PIX does not Granger Cause DCR	0.29652	0.58753	0.19306	0.82482	0.42719	0.73408	1.46079	0.20488	0.91331	0.54069
DAR does not Granger Cause PIX	0.00506	0.94342	0.83639	0.43617	1.0049	0.39391	0.75912	0.60386	0.56377	0.86406
PIX does not Granger Cause DAR	1.71648	0.19295	0.61471	0.54275	0.5427	0.65417	0.7679	0.59705	0.48651	0.91654
M1R does not Granger Cause PIX	2.0661	0.15352	2.12315	0.12481	1.04322	0.37686	2.51365	0.02683	2.42783	0.01021
PIX does not Granger Cause M1R	4.67833	0.03277	3.14218	0.04732	1.77635	0.15647	1.65251	0.1417	3.1318	0.00122
M2R does not Granger Cause PIX	3.52518	0.06317	3.29092	0.04113	1.23776	0.30004	2.78208	0.01566	2.24674	0.01749
PIX does not Granger Cause M2R	2.06906	0.15323	2.6544	0.0751	1.37763	0.25396	0.50468	0.80337	1.98587	0.0375
DAR does not Granger Cause BZR	25.2554	2.80E-06	3.36582	0.03949	3.25456	0.02613	2.53228	0.02848	1.41929	0.18869
BZR does not Granger Cause DAR	5.37666	0.02287	4.99053	0.00907	3.38181	0.02238	4.72828	0.00044	2.65601	0.00781
DCR does not Granger Cause BZR	19.071	3.60E-05	1.84648	0.16445	1.71788	0.1703	1.66655	0.14265	0.89602	0.55683
BZR does not Granger Cause DCR	5.78594	0.01838	5.75586	0.00462	3.72709	0.01471	4.18896	0.00121	2.32344	0.01883
DPR does not Granger Cause BZR	27.4303	1.20E-06	3.98697	0.02236	3.79622	0.01353	2.79734	0.01717	1.52617	0.14619
BZR does not Granger Cause DPR	3.80979	0.05433	4.25199	0.01758	3.23922	0.02662	4.81896	0.00038	2.57766	0.00961
M1R does not Granger Cause BZR	2.14141	0.14715	2.96274	0.05737	1.86461	0.1426	1.90014	0.09335	2.15761	0.02917
BZR does not Granger Cause M1R	0.01995	0.88801	1.06569	0.34933	0.43913	0.72565	0.81946	0.55869	3.18013	0.00197
M2R does not Granger Cause BZR	0.24565	0.62147	0.22156	0.80176	0.31505	0.81445	0.86491	0.52526	1.01436	0.45044
BZR does not Granger Cause M2R	1.66392	0.20066	7.05672	0.0015	5.94862	0.00106	3.23554	0.00742	2.17807	0.02764
IPCXLOG does not Granger Cause BZR	3.22591	0.07612	3.41654	0.03769	3.33938	0.02356	3.07414	0.0101	1.43287	0.18276
BZR does not Granger Cause IPCXLOG	0.18522	0.66804	3.91132	0.02395	3.50767	0.0192	4.19248	0.00121	2.78404	0.00557

Toate relațiile prezentate anterior indică existența unei relații cauzale de tipul bază monetară, credit neguvernamental, producție industrială. De asemenea o relație între taxa scontului și producția industrială pare a exista și de asemenea o relație pe termen scurt între dobânda activă reală și producția industrială. Aceste relații par a indica existența unui canal tradițional al ratei dobânzii și un important canal al creditului.

3.3. Variația PI și importanța celorlalte variabile economice.

Pentru a determina însă ce variabile explică mai bine variațiile producției industriale am realizat câteva ecuații de regresie ale acesteia împreună cu celelalte variabile.

Tabel 5 Regresie a PI peste celelalte variabile.

Dependent Variable: PIX				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1993:01 1999:09				
Included observations: 81 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIX(-1)	0.489244	0.127898	3.825260	0.0003
M2R	-0.002598	0.000761	-3.414441	0.0011
M1R	0.002955	0.002053	1.439214	0.1547
CSR	0.000642	0.001804	0.356118	0.7229
CRNGR	0.002407	0.000650	3.700757	0.0004
REFR	0.000202	0.000896	0.225692	0.8221
REZR	0.002690	0.004709	0.571270	0.5697
DAR	-1.623975	1.765003	-0.920098	0.3608
DPR	1.062441	1.413636	0.751567	0.4549
DCR	0.662187	0.703878	0.940769	0.3502
BZR	-0.001684	0.003814	-0.441609	0.6602
IPPXLOG	0.174625	0.093545	1.866757	0.0662
IPCXLOG	-0.085785	0.080016	-1.072110	0.2875
R-squared	0.788758	Mean dependent var		0.773892
Adjusted R-squared	0.751480	S.D. dependent var		0.096667
S.E. of regression	0.048190	Akaike info criterion		-3.081283
Sum squared resid	0.157915	Schwarz criterion		-2.696989
Log likelihood	137.7920	Durbin-Watson stat		1.974078

Regresia inițială a producției industriale peste celelalte variabile economice indică o importanță ridicată a creditului neguvernamental real și a mase monetare în sens larg. În această regresie putem observa valorile ridicate ale lui R – 0,78 ceea ce conduce la concluzia explicării varianței producției industriale în proporție de 78% de către variabilele considerate. Coeficientul Durbin-Watson este de asemenea în limite normale (1,8 – 2,2) indicând existența unei foarte slabe corelații între erori. Variabile ce nu sunt relevante pentru regresie, fapt semnificat de probabilitatea mare asociată (probabilitate ca valoarea coeficientului lor să fie 0), au fost eliminate. De aceea am eliminat o parte a acestora și am obținut o nouă regresie.

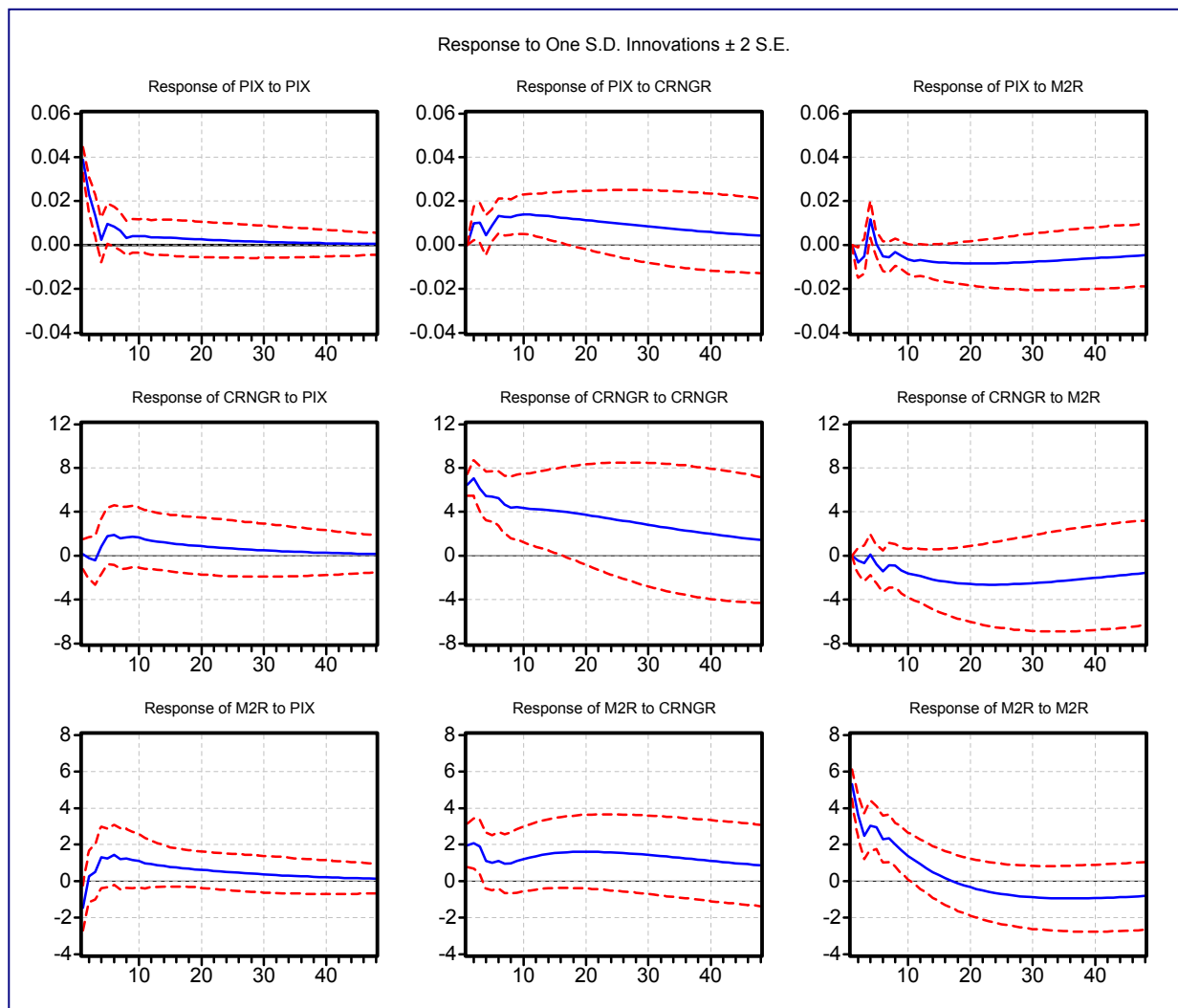
Dependent Variable: PIX				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1991:05 2000:03				
Included observations: 107 after adjusting endpoints				
Convergence achieved after 8 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.685083	0.123218	5.559946	0.0000
M2R	-0.001457	0.000512	-2.848166	0.0053
M2R(-1)	-0.001369	0.000545	-2.510009	0.0137
M2R(-3)	0.001513	0.000321	4.713865	0.0000
CRNGR	0.000905	0.000360	2.511445	0.0136
CRNGR(-1)	0.001077	0.000359	2.998329	0.0034
AR(1)	0.875786	0.041235	21.23894	0.0000
R-squared	0.821838	Mean dependent var		0.773067
Adjusted R-squared	0.811149	S.D. dependent var		0.106775
S.E. of regression	0.046401	Akaike info criterion		-3.239795
Sum squared resid	0.215308	Schwarz criterion		-3.064937
Log likelihood	180.3290	F-statistic		76.88130
Durbin-Watson stat	2.141751	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots			.88	

Este de notat importanța mare și în această regresie a aceluiași variabile și de asemenea existența unui coeficient de corelație important și un coeficient al elementului autoregresiv mai mic de 1. Probabilitățile ca valorile coeficienților variabilelor să fie 0 sunt foarte mici conducând la ideea semnificației puternice a acestora pentru variabila regresată. Aceste regresii aduc noi elemente deci ce susțin existența unui canal al creditului bancar.

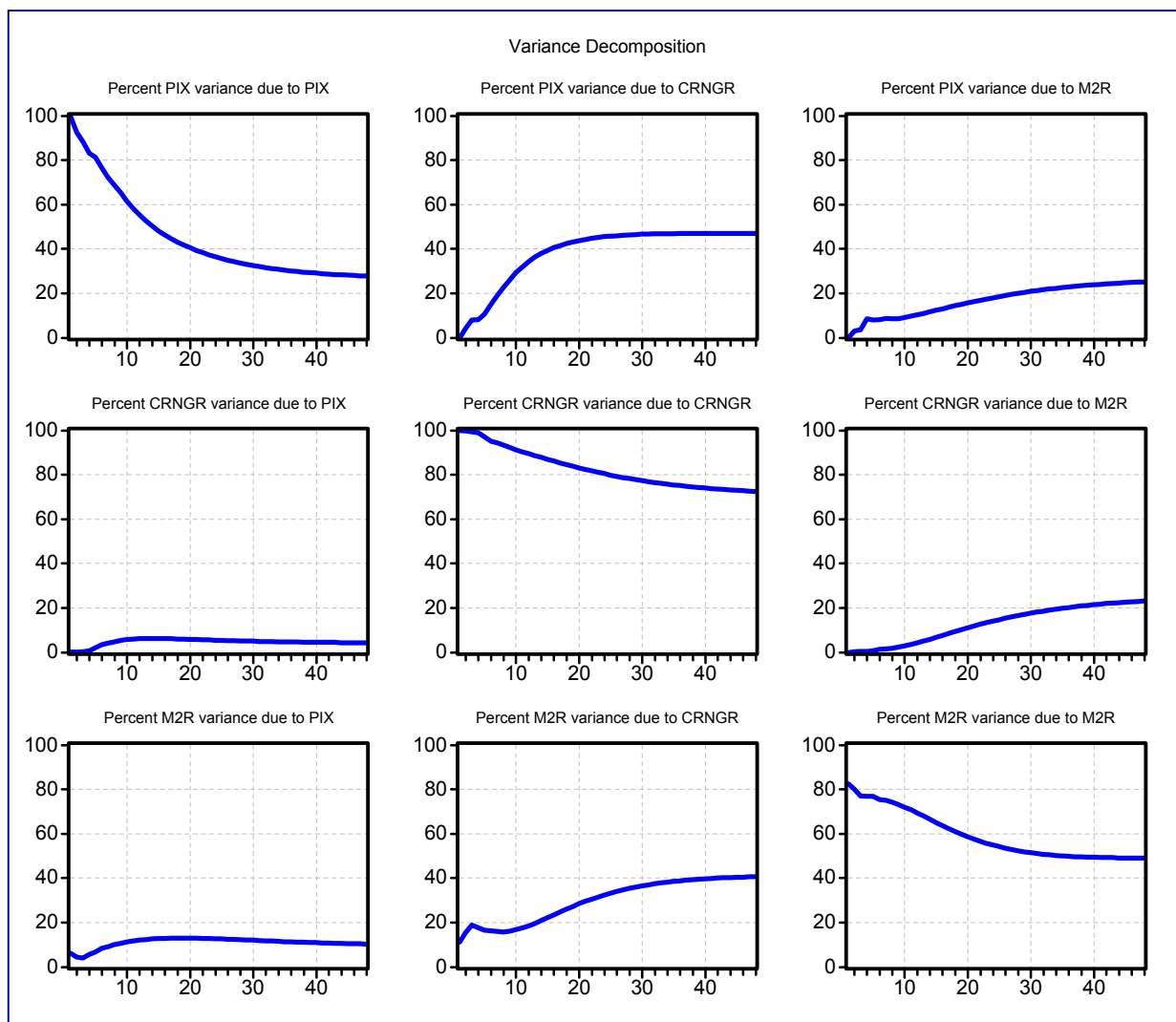
3.4. Funcții de răspuns – VAR nerestricționat.

Având în vedere rezultatele anterioare am realizat un VAR nerestricționat pe variabilele considerate semnificative. Astfel am obținut următorul grafic documentând reacțiile producției industriale, creditului neguvernamental și masei monetare în sens larg la variațiile de o eroare standard a fiecăreia din aceste variabile. Acest VAR a fost realizat pe 4 lag-uri având variabile endogene producția industrială (Pix), creditul neguvernamental real (Crngr), masa monetară în sens larg reală (M2r), iar ca variabile exogene taxa scontului reală (Dcr), dobânda activă reală (Dar), dobânda pasivă reală (Dpr), cursul de schimb (Csr), baza monetară (Bzr).

Grafic 2 Funcții de răspuns ale PI, M2, Crng.



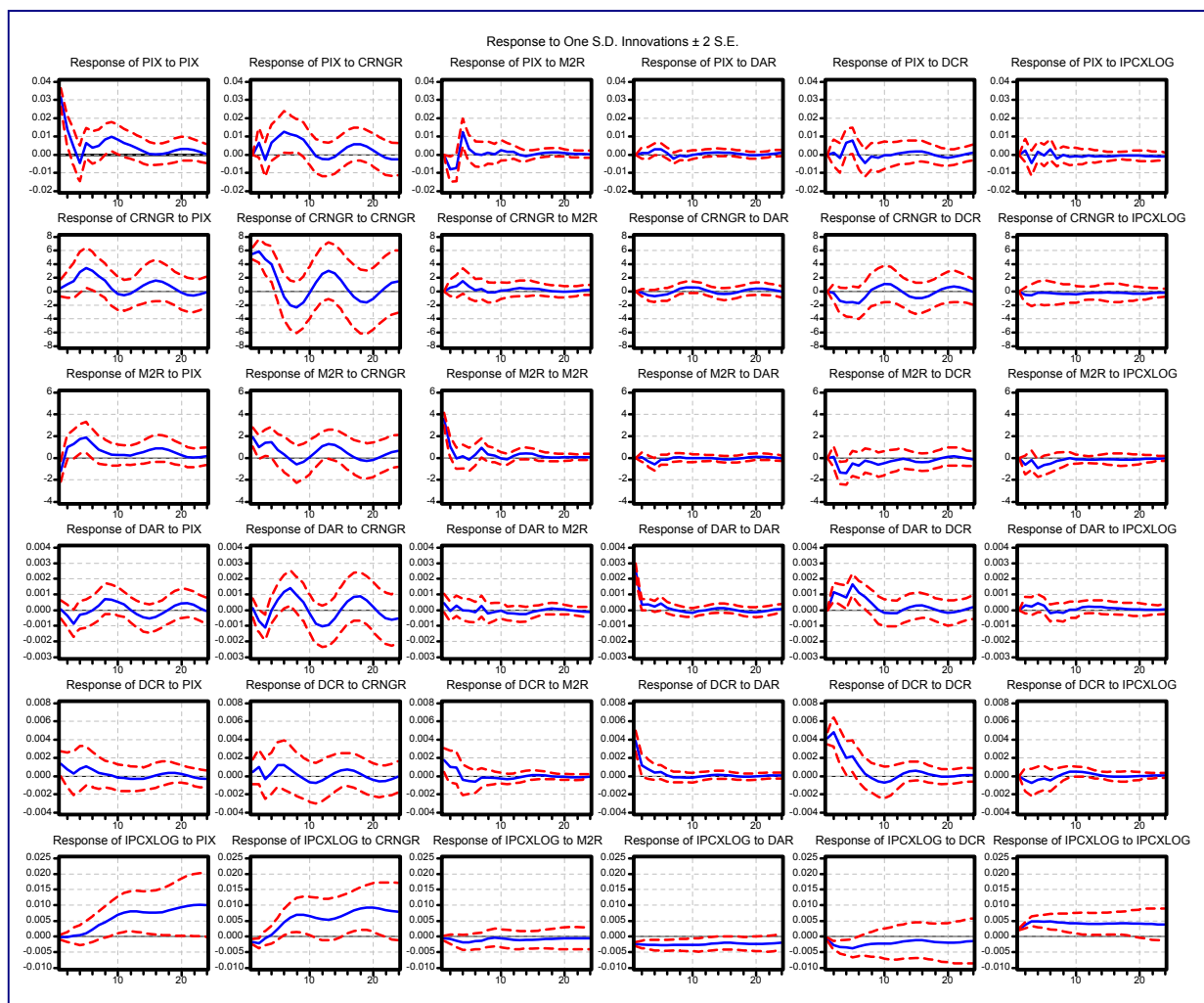
Se poate observa reacția puternică a producției industriale la o variație a creditului neguvernamental. Reacția producției industriale la o variație de o eroare standard a masei monetare este negativă deci ducând la micșorarea producției industriale. Este important de estimat și ponderea în total răspuns a fiecărei componente evaluate. Se poate observa astfel că ponderea cea mai importantă în variația producției industriale o ocupă creditul neguvernamental real, cu ceva mai mult de 40% din pondere. Masa monetară are o pondere însemnată dar sensibil mai redusă decât producția industrială. Se observă de asemenea importanța în evoluția creditului intern neguvernamental real a valorilor lui anterioare.

Grafic 3 Ponderea în funcțiile de răspuns ale PI, M2, Crng.

Am realizat de asemenea un VAR pe mai multe variabile pentru a demonstra importanța creditului neguvernamental real în variația producției industriale. În cadrul acestui VAR pe 4 lag-uri am utilizat ca variabile endogene producția industrială (Pix), creditul neguvernamental real (Crngr), masa monetară în sens larg reală (M2r), dobânda activă reală (DAR), taxa scontului reală (Dcr), logaritmul prețurilor de consum cu baza în lanț (Ipcxlog), iar ca variabile exogene dobânda pasivă reală (Dpr) cursul real de schimb (Csr), baza monetară reală (Bzr), rezervele băncilor la BNR reale (Rezr), refinanțarea reală de la BNR (Refr).

Este de remarcat păstrarea importanței creditului bancar în evoluția producției industriale, dar și efectele sale în sensul unei evoluții ciclice a acesteia. Un alt element important este relativa asemănare între funcțiile de răspuns ale variabilelor considerate cu funcțiile de răspuns din testul anterior, ceea ce denotă că variabilele nou introduse au o influență redusă asupra producției industriale. Este de remarcat că dobânda reală activă are o influență redusă asupra producției industriale, fapt ce ar putea fi datorat relativei stabilități a acesteia, cât și importanței mici pe care o are într-o economie decapitalizată variația ratei dobânzii. Practic operatorii economici tind să ia credite la orice rată de dobândă, deoarece în condițiile lipsei acute a capitalului, a nu lua aceste credite conduce la imposibilitatea reluării proceselor tehnologice și deci a producției.

Grafic 4 Funcțiile de răspuns a 6 variabile la impulsuri.

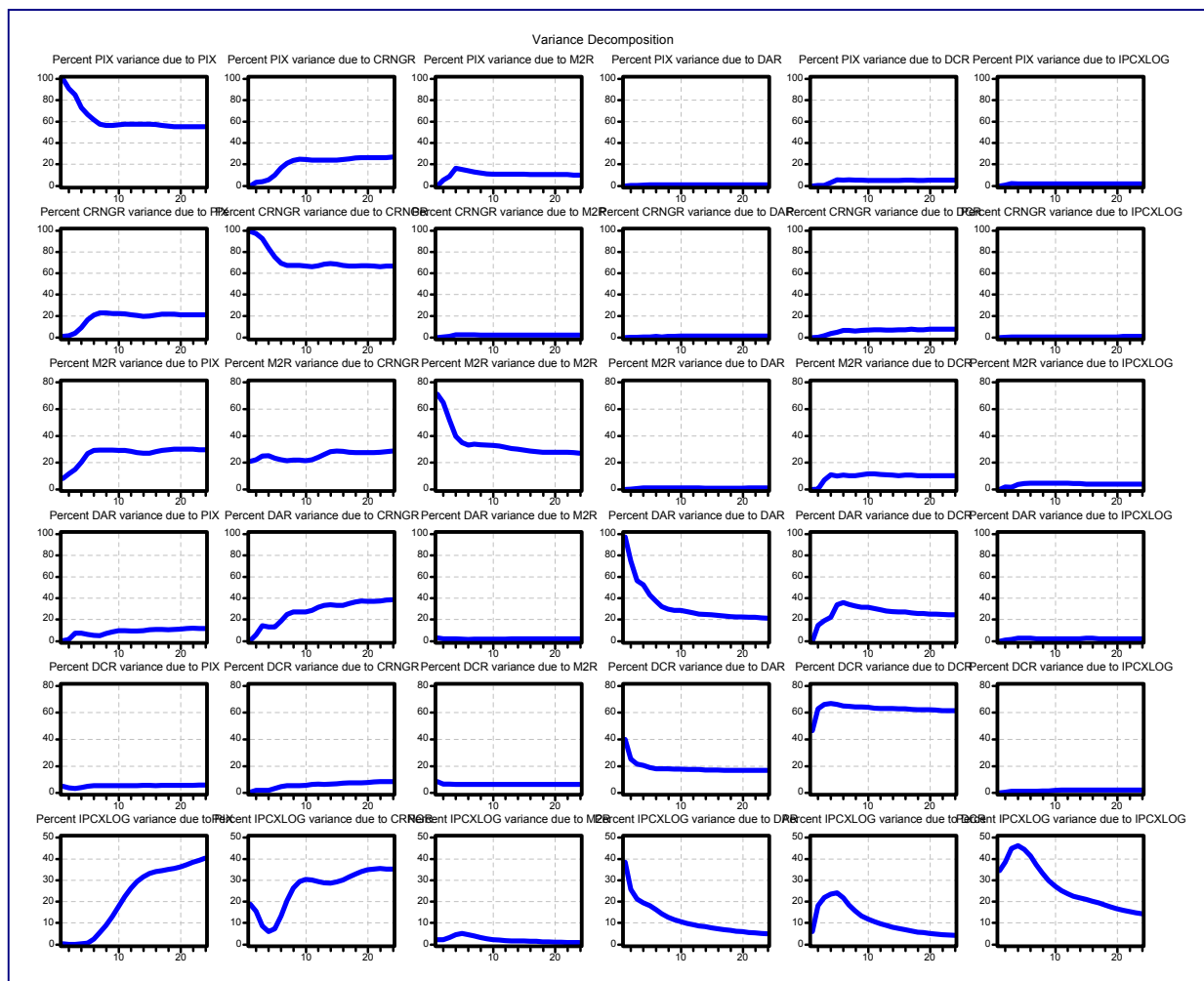


De asemenea descompunerea variațiilor unor variabile funcție de ponderea în aceasta a celorlalte variabile (Grafic 5 Ponderea în funcțiile de răspuns a fiecărei variabile.)este importantă pentru a evidenția importanța relativă a fiecăreia din acestea. Este de remarcat că ponderea cea mai importantă în variația producției industriale o are creditul neguvernamental, similar cu testul anterior, iar pe locul secund din acest punct de vedere se află masa monetară în sens larg. Inflația are o influență redusă asupra producției industriale, alături de dobânda activă și taxa scontului.

Rezultatele obținute nu contravin opiniilor exprimate și de alte studii efectuate în România în domeniul mecanismelor de transmisie a politicii monetare (Popa C., 1996, Teză de doctorat, “Dezvoltări conceptuale și empirice în politicile monetare contemporane”). Astfel în lucrarea mai sus menționată canalul creditului este evidențiat ca un mecanism important de transmisie, mecanism ce implica refinanțarea realizată de BNR, și prin intermediul acesteia nivelul lichidităților la nivelul băncilor comerciale și deci și a creditelor acordate, cu implicații asupra investițiilor și producției.

Rezultatele obținute sunt “ortodoxe” din punct de vedere al teoriei economice, răspunsurile variabilelor la impulsuri fiind în sensul anticipat de către acesta, cu puține excepții.

Grafic 5 Ponderele în funcțiile de răspuns a fiecărei variabile.

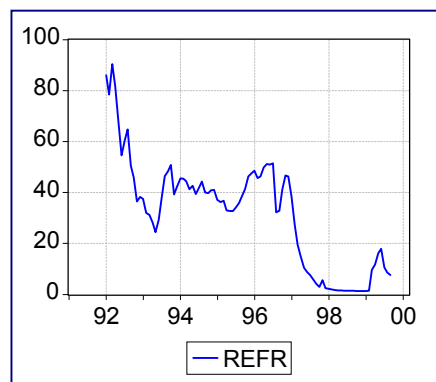


Totuși sunt de remarcat câteva probleme în evaluarea economiei românești și în special a politicii monetare.

Prima problemă constă în rapidele și amplele schimbări de politică economică și deci și monetară în economia românească. Astfel doar în ultimii ani politica monetară a cunoscut modificări dramatice, în sensul trecerii de la o politică monetară acomodativă față de inflație la o politică monetară ce vizează doar combaterea acesteia, aproape indiferent de cost.

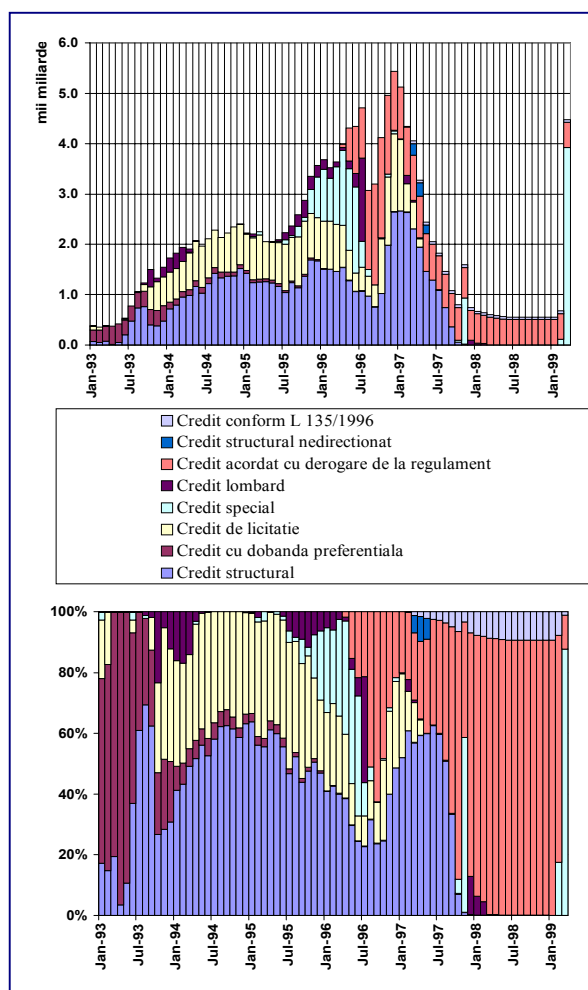
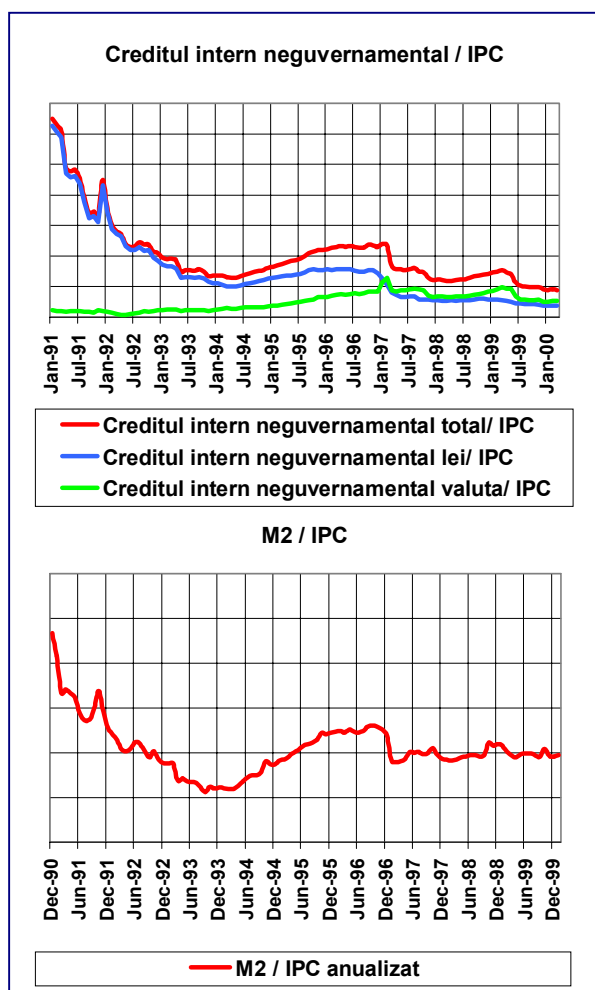
Grafic 6 Nivelul refinanțării reale.

De asemenea în cadrul politii monetare instrumentele utilizate s-au schimbat mult, trecându-se de la utilizarea creditelor de refinanțare într-o perioadă anterioară la utilizarea unui instrument cu un rol opus, atragerea de depozite de către BNR. Creditul de refinanțare nu mai este utilizat, volumul său reducându-se considerabil în termeni nominali, ceea ce constituie un indicator și pentru nivelul real al acestuia. Grafic 6 Nivelul refinanțării reale. prezintă evoluția volumului real de credite de refinanțare față de anul 1991:01. Este de



remarcat și schimbarea structurii acestuia, ponderea creditului de licitație fiind luat de creditele speciale destinate salvării sau rezolvării situațiilor de lipsă de lichiditate la unele bănci comerciale.

Grafic 7 Evoluția M2 și a creditului bancar.

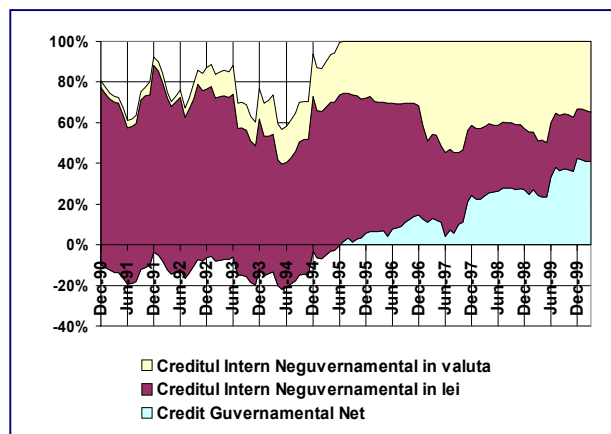


Grafic 8 Creditele de refinanțare - volum și structură.

De asemenea este de remarcat amplitudinea mare a variațiilor masei monetare reale și a creditului neguvernamental real în timp.

Grafic 9 Structura și volumul creditului intern total.

Un alt element important ce a afectat volumul creditelor neguvernamentale este efectul de crowding-out apărut în economia românească, adică substituirea de către stat a agenților economici privați în rolul de debitor. Ilustrativ este graficul următor pentru a demonstra această relație (Grafic 9 Structura și volumul creditului intern total). Toate aceste schimbări în domeniul politicii financiare și fiscale sunt de natură a afecta estimările privind răspunsul indicatorilor economici la un impuls sau inovație în



cazul unuia din ei. Alternative la această metodă (VAR nerestricționat) ar putea fi VAR structural sau utilizarea cointegrării.

3.5. Teste de staționaritate.

Pentru a putea cointegra variabilele menționate anterior, este necesară determinarea gradului, ordinului de integrabilitate a fiecăreia dintre aceste variabile. Pentru determinarea ordinului de integrabilitate am utilizat atât testul Augmented Dickey Fuller cât și Phillips-Perron. Rezultatele sunt prezentate în tabelul următor:

Tabel 6 Teste de staționaritate.

Trend (T) sau Constanta (C) Trend (T) or Constant (C) ADF = Augmented Dickey Fuller PP = Phillips-Perron	Variabila	Ordin de integrabilitate		Nivel de semnificație
	Variable	Order of Integration		Level of Significance
		ADF	PP	
	BZR	I(1) C	I(1) C	1%
CRNGR	I(0) C	I(0) C	1%	
CSR	I(1) C	I(1) C	1%	
DAR	I(1) C	I(0) C	1%	
DPR	I(1) C	I(0) C	1%	
DCR	I(1) C	I(0) C	1%	
IPCXLOG	I(1) C T	I(0) C	1%	
IPPXLOG	I(1) C	I(1) C	1%	
M1R	I(1) C	I(1) C	1%	
M2R	I(1) C	I(0) C	1%	
PIX	I(1) C	I(1) C	1%	
REFR	I(1) C	I(1) C	1%	
REZR	I(1) C	I(1) C	1%	

3.6. Relații de cointegrare.

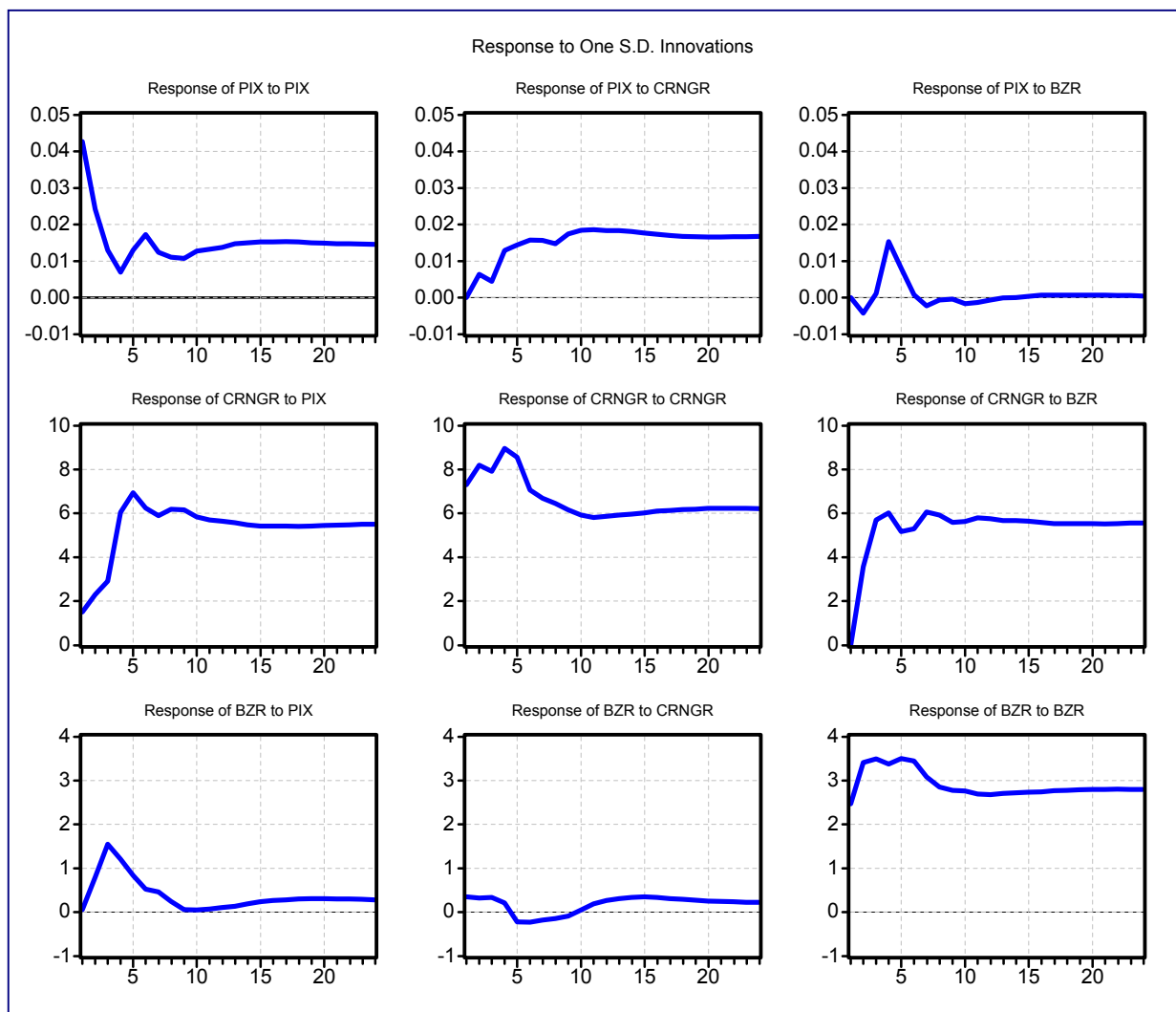
Deși ordinele de integrabilitate sunt diferite la unele din variabile, există câteva relații de cointegrare. Astfel prima relație de cointegrare încercată este:

Tabel 7 Relații de cointegrare între Crngr, Bzr, Pix.

Sample: 1991:01 2000:03				
Included observations: 82				
Test assumption: Linear deterministic trend in the data				
Series: CRNGR BZR PIX				
Lags interval: 1 to 4				
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.141248	16.74811	29.68	35.65	None
0.046662	4.261584	15.41	20.04	At most 1
0.004176	0.343138	3.76	6.65	At most 2
*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level				
L.R. rejects any cointegration at 5% significance level				
Unnormalized Cointegrating Coefficients:				
CRNGR	BZR	PIX		
-0.009086	0.017651	3.080779		
0.001203	0.011602	-0.077975		
0.002190	-0.015617	0.721536		
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation(s)				
CRNGR	BZR	PIX	C	
1.000000	-1.942703 (0.53897)	-339.0798 (44.9828)	188.4656	
Log likelihood	-327.7131			

Calculând reziduurile conform ecuației de cointegrare am obținut o serie $I(0)$ testată atât prin ADF cât și prin PP la 1% nivel de semnificație, iar având în vedere că variabilele considerate sunt $I(1)$ se poate considera că sunt cointegrate. Utilizând aceste variabile am realizat un VAR cu corecție a erorilor.

Grafic 10 VAR cu corecția erorilor pentru Pix, Crngr, Bzr.

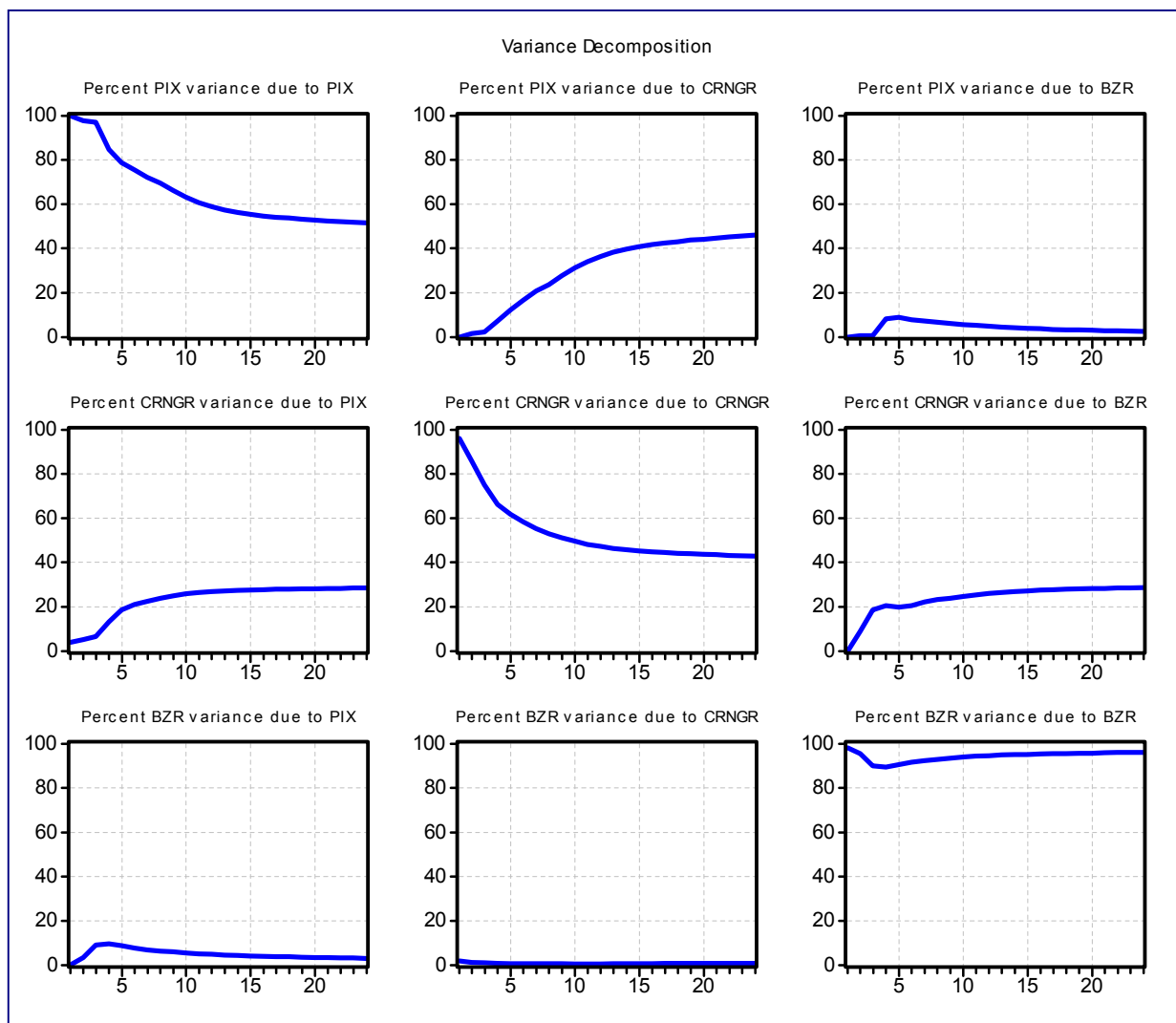


Se poate observa asemănarea cu rezultatele obținute în cazul metodei VAR nerestricționat, în privința sensului de variație. Creditul bancar are o influență puternică asupra producției industriale iar ca diferență față de VAR nerestricționat, valorile atinse de producția industrială în urma șocului nu mai sunt atenuate după un timp, ci conduc la o modificare de lungă durată a producției industriale la un nou palier. Aceiași situație apare și în cazul răspunsurile creditului neguvernamental real la impulsurile generate de baza monetară, precum și la răspunsurile creditului la impulsurile determinate de producție.

Din punct de vedere al ponderii fiecărui impuls în funcția de răspuns, rezultatele sunt prezentate în graficul următor. Se poate observa că ponderea cea mai mare revine creditului neguvernamental în evoluția producției industriale, iar celelalte variabile au o influență slabă.

Există – fapt evidențiat de grafic – o legătură și între creditul neguvernamental și baza monetară, dar într-un singur sens, relația cauzală fiind similară celei descoperite în cazul testelor Granger.

Grafic 11 Descompunerea structurală a răspunsurilor funcție de impulsuri.



Se poate remarca deci că există o relație pe termen lung între variabilele menționate, că există un nivel de echilibru între acestea, iar fiecare dintre ele tinde la acest nivel de echilibru cu o viteză reprezentată de coeficientul din ecuația de cointegrare. Totuși acest coeficient nu este reprezentativ pentru valorile nominale ale indicatorilor, ci pentru valorile speciale ale acestor indicatori (astfel producția industrială este calculată ca indice cu bază în lanț, normalizat, iar ceilalți indicatori sunt valori reale).

Am realizat de asemenea o încercare de cointegrare a mai multor variabile (creditul neguvernamental real, baza monetară reală, producția industrială și masa monetară în sens larg reală). Testul de cointegrare s-a dovedit a fi favorabil, iar erorile obținute au un ordin de integrabilitate $I(0)$ la nivelul de semnificație de 5% prin metoda PP.

Utilizând același număr de lag-uri, variabile, număr de relații de cointegrare am construit un VAR cu corecție a erorilor:

Tabel 8 Relații de cointegrare între Crngr, Bzr, Pix, M2r.

Date: 06/22/00 Time: 04:11				
Sample: 1991:01 2000:03				
Included observations: 82				
Test assumption: Linear deterministic trend in the data				
Series: CRNGR BZR PIX M2R				
Lags interval: 1 to 4				
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.217910	40.97119	47.21	54.46	None
0.154215	20.81677	29.68	35.65	At most 1
0.049773	7.082612	15.41	20.04	At most 2
0.034703	2.896193	3.76	6.65	At most 3
*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level				
L.R. rejects any cointegration at 5% significance level				
Unnormalized Cointegrating Coefficients:				
CRNGR	BZR	PIX	M2R	
0.008518	-0.028053	-2.283279	0.001221	
0.004520	0.018986	-1.347525	-0.005207	
0.001307	0.003603	-1.789109	0.001181	
0.000420	0.004142	0.309946	0.001559	
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation(s)				
CRNGR	BZR	PIX	M2R	C
1.000000	-3.293380	-268.0502	0.143359	167.4536
	(0.86499)	(36.9821)	(0.15043)	
Log likelihood	-557.8668			

Funcția de răspuns a acestor variabile la impulsurile în celelalte are o formă asemănătoare cu VAR-ul anterior, creditul neguvernamental continuând să reprezinte un element important în influențarea producției industriale reale. Este de remarcat că tendința din modelul anterior, tendință de staționare a nivelului producției industriale la un nivel superior după un impuls al creditului neguvernamental. Este de remarcat că în variația producției industriale factorul cu cea mai mare influență, fapt denotat de amplitudinea variației, este creditul neguvernamental.

Se poate observa că aproape 40% din variația producției industriale reale este generată de variații ale creditului neguvernamental real, ceea ce întărește presupunerea existenței unui canal al creditului bancar în România.

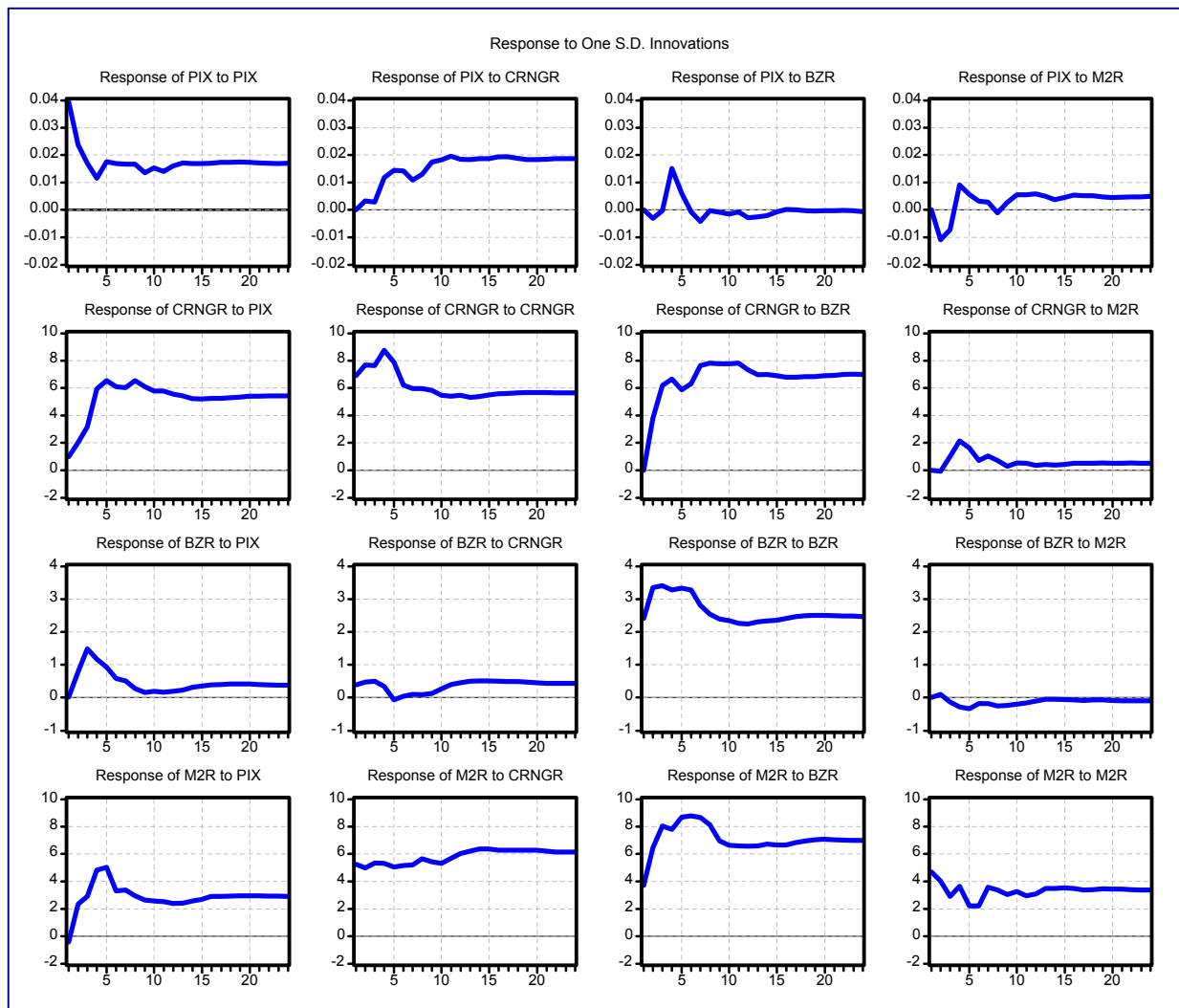
De asemenea sunt de remarcat variațiile masei monetare la modificări în baza monetară, variații ce se păstrează în timp, conducând masa monetară la un nou nivel. Din punct de vedere al structurii baza monetară este de departe cea ce influențează în ponderea cea mai ridicată masa monetară.

Influența politicii Băncii Centrale asupra creditului neguvernamental este evidentă, fiind sugerată de amplitudinea mare a răspunsului acestui indicator la variații ale bazei monetare. Ponderea bazei monetare în influențarea creditului neguvernamental este însemnată, de asemenea un indicator al gradului de influență al Băncii Centrale asupra sistemului bancar.

Sunt de remarcat stabilitatea rezultatelor, de la o variantă la alta ceea ce sugerează că modelul considerat are relevanță și surprinde, chiar dacă foarte simplu, procesele reale din economie.

Rezultatele obținute și în acest caz sunt conforme cu teoria economică, “ortodoxe” deci și din acest punct de vedere.

Grafic 12 Răspunsul la impulsuri a unui VAR cu 4 variabile.

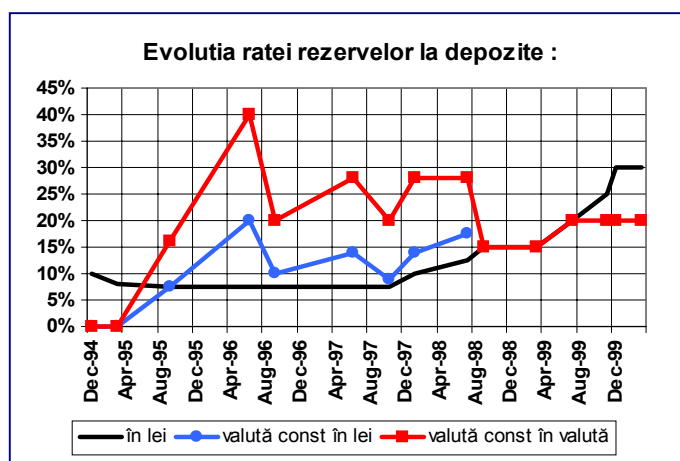


Concluzia acestor teste efectuate și a tuturor elementelor prezentate anterior conduce la o singură concluzie: existența unui canal al creditului bancar în România, canal al creditului cu o influență puternică asupra producției industriale. De asemenea am demonstrat că variațiile în volumul creditului bancar se pot explica în mare măsură prin variațiile bazei monetare.

Grafic 13 Nivelul ratei rezervelor minime obligatorii.

Cunoscând controlul pe care Banca Centrală îl are asupra bazei monetare, efectul pe care utilizarea fiecărui instrument de politică monetară îl are asupra aceste variabile, putem sublinia forța și implicațiile instrumentelor pe care Banca Centrală le controlează.

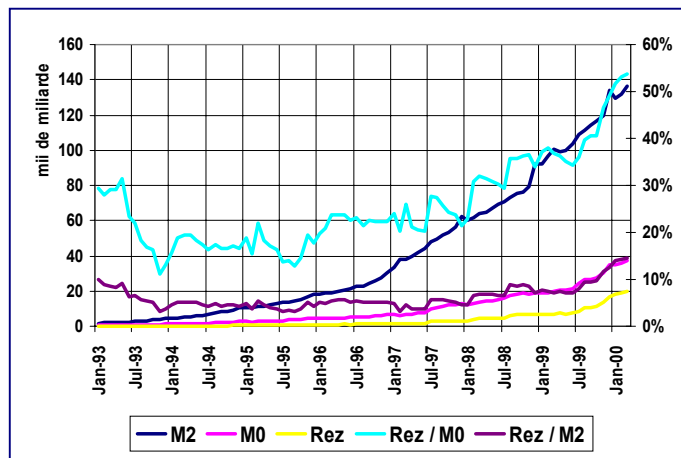
În sprijinul acestor afirmații se poate aduce și modificare frecventă și amplă a nivelului rezervelor minime



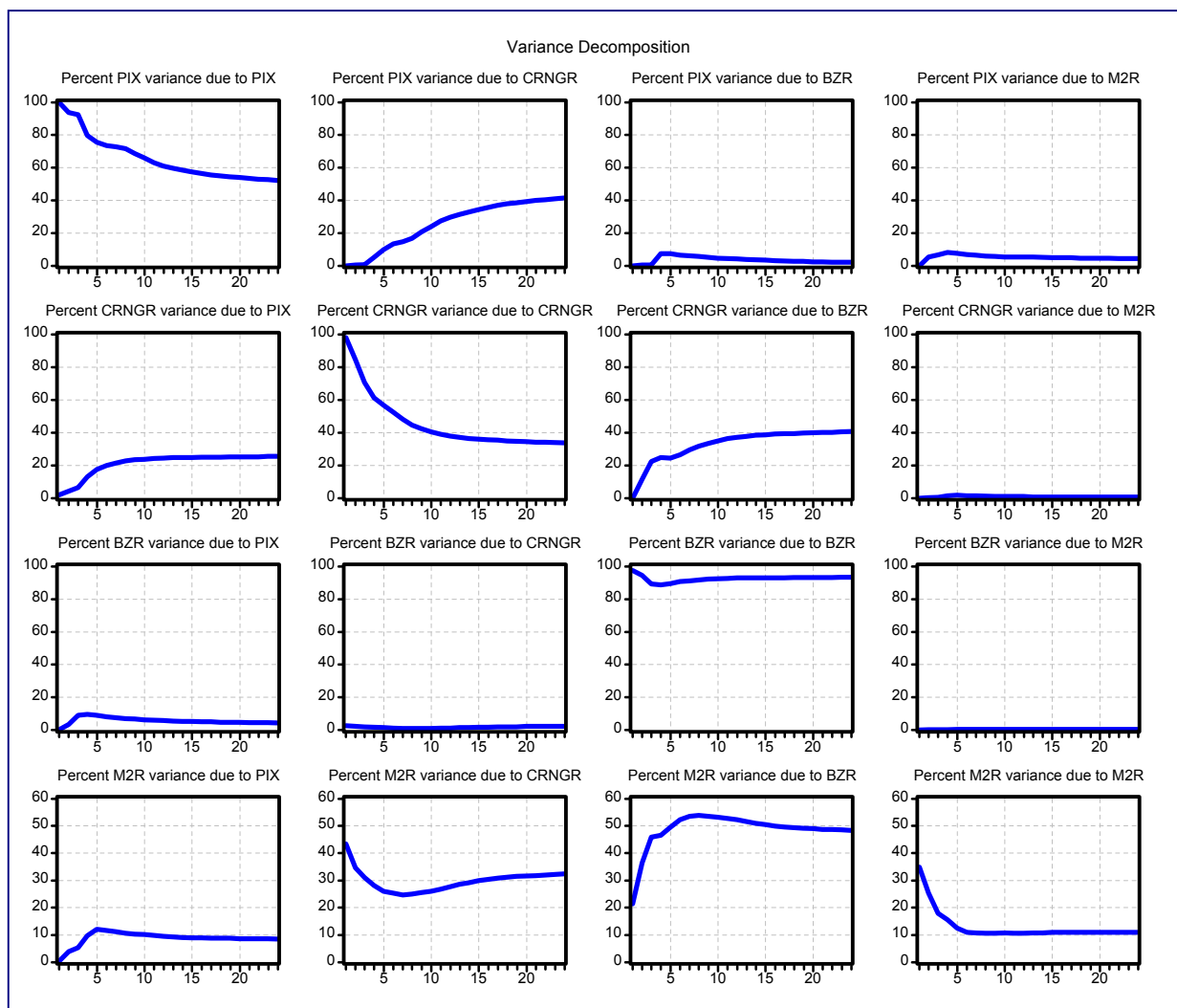
obligatorii de către Banca Centrală, în scopul evident al reducerii lichidității din sistemul bancar și deci având ca și consecință reducerea resurselor disponibile pentru creditare la nivelul băncilor comerciale. Poate mai sugestivă este evidențierea ponderii rezervelor obligatorii din ce în ce mai mari din baza monetară și din masa monetară.

Grafic 14 Ponderea rezervelor minime obligatorii în M0 și M2.

Este important de observat însă că orice modificare a nivelului rezervelor minime obligatorii are și consecințe defavorabile la nivelul băncilor comerciale, conduce la scăderea profitabilității acestora, iar dacă modificările sunt prea abrupte, pot conduce la situații dificile pentru sistemul bancar, și situații limită pentru băncile ce nu au o lichiditate foarte bună.



Grafic 15 Descompunerea răspunsurilor la impusuri funcție de structură VAR(4).



4. Concluzii.

Mecanismele de transmisie a politicii monetare în România sunt puternic influențate de structura economiei, de structura sistemului financiar, de reglementările legale în vigoare. În urma studiului efectuat asupra acestor mecanisme de transmisie a politicii monetare s-au desprins mai multe concluzii:

- Canalul tradițional al ratei dobânzii este unul din canalele utilizate în România, dar influența sa este foarte mult redusă, o posibilă explicație putând fi dorința agenților economici de a mobiliza resurse la orice costuri, deoarece alternativa în condițiile unei decapitalizări acute este oprirea activității. De aceea o modificare a ratei dobânzii conduce la variații slabe a producției industriale, iar în general rata reală a dobânzii nu prezintă variații foarte ridicate, deci se poate aprecia că intervențiile Băncii Centrale vizează menținerea ratelor reale pe un teritoriu pozitiv.
- Canalul prețurilor altor active este de asemenea un canal de transmisie având o utilizare redusă. Acesta din două motive:
 - piața de capital este slab dezvoltată, atât volumul capitalizării bursiere cât și volumul tranzacțiilor fiind foarte redus. De asemenea bursa de valori este utilizată în principal ca instrument de privatizare a întreprinderilor de stat, și se constituie mai puțin ca o sursă de finanțare și apreciere a sănătății financiare a unei societăți.
 - cursul de schimb are o influență asupra producției industriale, dar doar una pe termen scurt, aceasta din mai multe motive. Primul constă în rigiditatea exporturilor românești, în elasticitatea scăzută a ofertei pentru export față de variațiile cursului de schimb și cererii externe. Alt motiv, dar și o posibilă explicație a anteriorului motiv este realizarea unui export bazat pe importuri, deci multe din produsele exportate încorporează costuri exprimate în moneda națională prin intermediul cursului de schimb (exemplu: industria de textile ce reprezintă aproximativ 30% din importuri și exporturi, un indiciu clar al fabricării produselor în lohn; alt exemplu este industria siderurgică sau cea petrochimică). O modificare a cursului de schimb real are ca efect o modificare a producției industriale pe termen scurt deoarece, ieftinirea relativă a materiilor prime și prețul mai mare în lei încasat sunt temporare, până la reluarea ciclului tehnologic. În acel moment modificarea de curs intră în costuri și prețurile de vânzare, prin aceasta în inflație, deci duce la revenirea cursului real la palierul anterior. Deci perioada de eficiență a unei modificări de curs de schimb depinde de ponderea materiilor prime autohtone în produsele exportate și de durata ciclului mediu tehnologic al produselor exportate.
- Canalul creditului este probabil cel mai puternic canal de transmisie a politicii monetare. Aceasta se datorează mai multor motive. Primul ar fi dependența întreprinderilor față de creditul bancar pentru a suplini capitalul de lucru. Restrângerea creditului bancar conduce deci la imposibilitatea reluării activității pentru o largă categorie de agenți economici. Un alt motiv a fost dependența sistemului bancar față de Banca Centrală, cel puțin în perioada de funcționare a creditului de refinanțare. Problema dobânzii și a nivelului acesteia nefiind o problemă, pentru agenții economici singura problemă ce contează sunt restricțiile cantitative implicite pe care Banca Centrală le impune sistemului bancar. Utilizarea ratei rezervelor minime obligatorii la perioade scurte de timp, atât prin modificări de nivel cât și din punct de vedere a schimbărilor metodologice

ilustrează larga utilizare a acestui canal de transmisie în România. A decela însă care din subdiviziunile canalului creditului este mai importantă este foarte dificil, dar probabil că selecția adversă și hazardul moral au un rol important de jucat într-o economie atât de instabilă, iar canalul creditului bancar este probabil și el responsabil într-o mare măsură la variațiile producției industriale. Ponderea mare a variației induse de modificări în volumul creditului asupra modificărilor producției industriale a fost demonstrată în această lucrare. Pe de altă parte poate că reducerea drastică a creditului real în ultima perioadă, submonetizarea economiei și existența acestor fenomene simultan cu reducerea producției industriale nu este lipsită de legătură. O remonetizare a economiei – obiectiv prevăzut și de strategia de aderare la UE – este o prioritate, remonetizare pe baze reale, având la origine active sănătoase. Eradicarea subcapitalizării agenților economici și a submonetizării economiei sunt condiții importante pentru reluarea creșterii economice în România, fără însă a realiza aceste procese menajând agenții fără perspectivă, dar simultan încurajându-i pe cei viabili din punct de vedere economic. Canalul lichidității gospodăriilor având în vedere slaba dezvoltare a creditului de consum, și a scăderii continue a vânzărilor de bunuri de folosință îndelungată pot conduce la concluzia unei importanțe reduse.

Desigur cercetarea de față poate fi îmbunătățită, utilizarea metodelor VAR fiind criticabilă din anumite puncte de vedere, de aceea dezvoltări ulterioare ale acestei teme ar trebui să cuprindă metode de analiză econometrică ce să evite schimbările structurale din economie, incorporându-le în model, o variantă fiind utilizare de VAR structural sau a altor metode cantitative ce să evite “critica lui Lucas”.

De asemenea canalele de transmisie au particularități date de situația și dezvoltarea economiei românești, astfel în privința canalului tradițional o mare importanță o joacă taxa scontului și rata dobânzii la care Banca Centrală atrage în prezent depozite, iar din punct de vedere al canalului creditului, refinanțarea a constituit o etapă semnificativă.

Este de remarcat că cel puțin în perioada următoare, Banca Centrală va continua să recurgă la controlul agregatelor monetare, venind în întâmpinarea constrângerilor externe date de plafoanele maxime privind activele interne nete și pe cele minime privind activele externe nete, generate de acordurile cu FMI, dar și în întâmpinarea unei probleme centrale a economiei românești: controlul inflației.

Pe termen mai lung schimbările în economia românească vor conduce așa cum în alte țări deja s-a întâmplat la o reducere a importanței canalului creditului în favoarea altora. Apariția unei piețe secundare dezvoltate a titlurilor de stat, dezvoltarea pieței de capital, o mai mare libertate de acțiune a băncilor comerciale sunt tot atâtea cauze ce ar putea duce la mutații în acest domeniu.

Pentru atingerea obiectivelor ambițioase pe care România și le-a propus, în vederea integrării europene, politica monetară și mecanismele de transmisie a acesteia își vor păstra importanța și deci este necesară o reevaluare periodică și metodică a importanței și eficienței fiecărui mecanism, pentru a putea lua decizii rapide, eficiente și a evitării erorilor în domeniul politicii monetare.

BIBLIOGRAFIE

	Titlu	Autori	Data apariției	Editura / Sursa
1	Monetary Macroeconomics	Altăr Moisă	2000	MSc Course
2	The Cost Channel of Monetary Transmission	Barth III Marvin J., Ramey Valerie A.	Apr-2000	NBER
3	The Monetary Transmission Mechanism	Benhabib Jess, Farmer Roger E.A.	Oct-1999	EUI
4	Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission	Bernanke Ben S., Gertler Mark	Jun-1995	NBER
5	Measuring monetary policy	Bernanke Ben S., Mihov Ilian	Jun-1995	NBER
6	Post-Socialist Financial Fragility: the Case of Albania	Bezemer Dirk J.	NA	Amsterdam University
7	Monetary Policy and Transition in Southeast Europe	Bishev Gligor	NA	NBRM
8	Rapoarte anuale, lunare, trimestriale BNR	BNR	NA	
9	Money, credit and investment in the UK corporate sector	Brigden Andrew, Mizen Paul	Jan-1999	BE
10	Monetary policy transmission: the Colombian case	Carrasquilla Alberto	NA	BIS
11	Banks and Monetary Shocks in Emerging Markets: How Far Can We Go With the "Credit View"?	Catao Luis, Rodriguez Sergio L.	Mar-2000	IMF
12	Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism	Cecchetti Stephen G.	Jun-1999	NBER
13	The stock market channel of monetary policy	Chami Ralph, Cosimano Thomas F., Fullenkamp Connel	Feb-1999	IMF
14	Can VARs Describe Monetary Policy?	Charles L. Evans, Kenneth N. Kuttner	Dec-1998	IMF
15	The science of monetary policy: a new keynesian perspective	Clarida Richard, Gali Jordi, Gertler Mark	May-1999	NBER
16	A Peek Inside The Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan	Collins Charles, Morsink James, Bayoumi Tamim	Oct-1999	IMF
17	The transmission of monetary policy in Israel	De Fiore Fiorella	Aug-1998	IMF
18	Financial Liberalization and Financial Fragility	Demirgüç-Kunt Asli, Detragiache Enrica	Mar-1998	WB

19	Liquidity Risk, Liquidity Creation And Financial Fragility: A Theory Of Banking	Diamond Douglas W., Rajan Raghuram G.	Dec-1999	NBER
20	Monetary policy and its transmission channels in Mexico	Diaz Francisco Gil	NA	BIS
21	The Real Impact of Financial Shocks: Evidence from Korea	Domaç Ilker, Ferri Giovanni	Oct-1998	WB
22	Will EMU Generate Asymmetry? Comparing Monetary Policy Transmission Across European Countries	Ehrmann Michael	Oct-1998	EUI
23	Uncertainty and Multiple Paradigms of the Transmission Mechanism	Engert Walter, Selody Jack	Apr-1998	BC
24	The transmission mechanism of monetary policy in Europe, evidence from banks balance sheets	Favero Carlo A., Giavazzi Francesco, Flabbi Luca	Jul-1999	NBER
25	Does monetary policy affect real economic activity? : Why do we still ask this question?	Friedman Benjamin M.	Aug-1995	NBER
26	The bank lending channel of monetary policy transmission: evidence from a model of bank behavior that incorporates long-term customer relationship	Gibson Michael S.	Jun-1997	FED
27	An EMU with Different Transmission Mechanisms?	Giovanetti Giorgia, Marimon Ramon	Dec-1998	EUI
28	The credit channel in the transmission of monetary Policy: the case of Spain	Hernando Ignacio	Aug-1998	BIS
29	Simple monetary policy rules under model uncertainty	Isard Peter, Laxton Douglas, Eliasson Ann-Charlotte	May-1999	IMF
30	The Demand for M0 in the United Kingdom Reconsidered: Some Specification Issues	Janssen Norbert	Jan-1998	BE
31	Monetary transmission and bank lending in the Netherlands	Kakes Jan	Jun-1998	Gronigen University
32	Monetary transmission and bank lending in Germany	Kakes Jan, Jan-Egbert, Maiery Sturmy Philipp	Apr-1999	Gronigen University
33	The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview	Kamin Steven, Turner Philip, Dack Jozef van't	NA	BIS
34	What do a million banks have to say about transmission of monetary policy?	Kashyap Anil K., Stein Jeremy C.	Jun-1997	NBER

35	Was Credit Channel a Key Monetary Transmission Mechanism Following the Recent Financial Crisis in the Republic of Korea?	Kim Hyun E.	Apr-1999	WB
36	Analysis of the monetary transmission mechanism: methodological issues	McCallum Bennett T.	Oct-1999	NBER
37	Recent developments in monetary policy analysis: the role of theory and evidence	McCallum Bennett T.	Apr-1999	NBER
38	The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy	Mishkin Frederic S.	Feb-1996	NBER
39	The Economics of Money, Banking and Financial Markets - fifth edition	Mishkin Frederic S.	1998	Addison-Wesley
40	Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel	Morris Charles S., Sellon Gordon H. Jr.	NA	NA
41	Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?	Oliner Stephen D., Rudebusch Glenn D.	Jan-1996	FED
42	Monetary Policy in Transition: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms	ONB	Nov-1996	ONB
43	Econometric Modeling	Păuna Cătălin, Ghiță Adrian	2000	MSc Course
44	How important is the credit channel in the transmission of monetary policy	Ramsey Valerie A.	Mar-1993	IMF
45	Entrepreneurial Moral Hazard and Bank Monitoring: A Model of the Credit Channel	Repullo Rafael, Suarez Javier	Mar-1999	FED
46	Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of Postwar Transmission Mechanism	Romer Cristina D., Romer David H.	Oct-1993	NBER
47	New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism	Romer Cristina D., Romer David H.	Jan-1990	Berkeley University
48	Microeconomic evidence for a German credit channel	Sigfried Nikolaus A.	Jan-2000	Hamburg University
49	An adverse selection model of bank assets and liability management with implications for the transmission of monetary policy	Stein Jeremy C.	Aug-1995	NBER
50	Monetary policy and credit conditions: new evidence	Steven Ongena	Mar-1995	Oregon University
51	On the real effects of monetary policy: a central banker's view	Vinals Jose , Valles Javier	NA	ONB
52	Financial Liberalization and Financial Fragility	Wickham Peter, Demirguc-Kunt Ash, Detragiache Enrica	Jun-1998	IMF