



UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI
TRADIȚIE ȘI EXCELENȚĂ



UBBFSEGA
Universitatea Babeș-Bolyai | Facultatea de Științe Economice și Gestiunea Afacerilor



UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR
ȘCOALA DOCTORALĂ ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR

TEZĂ DE DOCTORAT
REZUMAT

*DETERMINANȚII CERERII DE BANI.
EVIDENȚE EMPIRICE DIN ȚĂRILE CENTRAL ȘI EST
EUROPENE*

Conducător de doctorat:

Prof. univ. dr. Monica Ioana SILAGHI

Student doctorand:

Valentina-Ioana MERA (căs. CHEREGI)

Cluj-Napoca

2019

Cuvinte cheie: *cererea de bani, stabilitatea cererii de bani, agregate monetare, substituirea monedei naționale, elasticitatea cererii de bani în raport cu rata inflației și rata dobânzii, sentimentele economice, țări CEE, ARDL Bounds Testing Approach, estimatorul dinamic OLS.*

CUPRINS

-Teză-

LISTA ABREVIERILOR

LISTA TABELELOR

LISTA FIGURILOR

INTRODUCERE ȘI MOTIVAȚIE

1. MODELE TEORETICE ASUPRA CERERII DE BANI

1.1. MODELE CLASICE

1.2. ABORDAREA NEO-CLASSICĂ

1.2.1. Teoria Cantitativă a Banilor

1.2.2. Versiunea Școlii de la Cambridge

1.2.3. Teoria Keynesiană

1.3. MODELE DE PORTOFOLIU

1.3.1. Modelul Baumol (1952) și Tobin (1956)

1.3.2. Viziunea Monetaristă asupra Cererii de Bani

1.3.3. Dezbaterile între Monetariști și Keynesiști

1.4. TEORII POST-KEYNESIENE

1.4.1. Cererea de Monedă pentru Tranzacții

1.4.2. Modele cu Generații Suprapuse

1.4.3. Modelul Banilor în Avans

1.4.4. Modele Bazate pe un Stoc-Tampon de Bani

2. SPECIFICAREA FUNCȚIEI CERERII DE BANI

2.1. CEREREA DE BANI ȘI OFERTA DE BANI

2.1.1. Cererea de bani

2.1.2. Oferta de bani

2.1.3. Rolul Băncilor Centrale

2.2. DETERMINANȚII CERERII DE BANI – STADIUL LITERATURII

2.2.1. Venitul

2.2.2. Rata Dobânzii

2.2.3. Rata Inflației

2.2.4. Cursul de Schimb

2.3. FACTORI STILIZAȚI AI ECONOMIEI MONETARE ÎN ȚĂRILE CENTRAL ȘI EST EUROPENE

2.3.1. Inflație și Prețuri

2.3.2. *Dolarizare*

2.3.3. *Monetizare*

2.4. CADRUL POLITICII MONETARE-ANALIZE PE ȚĂRI

3. DETERMINANȚII CERERII DE BANI ÎN ȚĂRILE CENTRAL ȘI EST EUROPENE. EVIDENȚE EMPIRICE ACTUALIZATE

3.1. RELEVANȚA STUDIERII CERERII DE BANI ÎN ȚĂRILE CENTRAL ȘI EST EUROPENE

3.2. STADIUL LITERATURII DE SPECIALITATE ASUPRA CERERII DE BANI ÎN ȚĂRILE CEE

3.3. FUNCȚIA CERERII DE BANI ȘI METODOLOGIA

3.3.1. *Funcția Cererii de Bani și Determinanții*

3.3.2. *Metodologie: ARDL Bounds Testing Approach*

3.4. DATE ȘI REZULTATE EMPIRICE

3.5. EFECTELE UNUI ȘOC DE POLITICĂ MONETARĂ

3.6. CONCLUZII

4. STABILITATEA CERERII DE BANI ȘI ROLUL SENTIMENTELOR ECONOMICE ÎN ȚĂRILE CEE

4.1. INTRODUCERE

4.2. ROLUL CERERII DE BANI ÎN CONTEXTUL INTEGRĂRII EUROPENE

4.3. ATITUDINEA CU PRIVIRE LA ADOPTAREA MONEDEI EURO

4.4. DATE ȘI MODELUL EMPIRIC AL CERERII DE BANI

4.5. ANALIZA EMPIRICĂ

4.5.1. *Teste de Rădăcină Unitate*

4.5.2. *Cointegrare*

4.5.3. *Estimatorul OLS Dinamic*

4.6. TESTE DE ROBUSTEȚE

4.7. CONCLUZII

CONCLUZII

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

ANEXE

INTRODUCERE

“[Economia] e mai degrabă o metodă decât o doctrină, un aparat al minții, o tehnică de gândire care îl ajută pe posesorul său să obțină concluzii corecte.”

John Maynard Keynes

Studiul cererii de bani și a determinanților săi își extrage motivația dintr-o topică mai extinsă care vizează rolul sistemului financiar și al băncilor centrale în obținerea stabilității economice. Economisți din toată lumea recunosc importanța pe care o au băncile centrale în a influența stabilitatea economică prin intermediul politicii monetare. Existența unui cadru stabil și robust de politică monetare poate influența calitatea deciziilor de politică monetară, datorită unei mai bune cunoașteri a politicilor macroeconomice, dar și datorită sporirii abilității băncii centrale de a se adapta în situații neprevăzute (Paniagua, 2016). Decidenții de politică monetară întâmpină o serie de provocări în acest proces cu scopul de a implementa o politică optimă, în sensul că trebuie să își adapteze constant modelele de prognoză folosite, odată cu evoluția diferitelor variabile macroeconomice precum: inflația, produsul intern brut sau șomajul. La baza acestui proces trebuie să se afle informații precise și fiabile, datorită necesității de a înțelege exact cum anumite instrumente țintă de politica monetară influențează agregatele macroeconomice.

În acest context, subliniem rolul extrem de util pe care banii îl joacă în implementarea politicii monetare. În ultimii ani, criza financiară și economică a adus noi provocări pentru băncile centrale și autoritățile monetare în încercarea de a asigura stabilitatea economică. Dat fiind faptul că a avut loc o modificare a condițiilor monetare, a devenit necesară adoptarea de noi demersuri și, prin urmare, băncile centrale au adoptat măsuri de politică monetară neconvenționale. Testarea stabilității cererii de bani în acest context poate avea implicații puternice pentru implementarea politicii monetare. Fluctuațiile agregatelor monetare oferă informații asupra evoluției cererii agregate și, indirect, asupra dezvoltării sistemului economic și financiar în complexitatea lui.

În prezent, agregatele monetare sunt utilizate pe o scară mai redusă ca și instrument pentru politica monetară, în favoarea utilizării politicilor monetare bazate, spre exemplu, pe țintirea inflației sau a cursului de schimb. Acesta este și cazul țărilor incluse în eșantionul nostru. Faptul că băncile centrale au abandonat de-a lungul anilor țintirea agregatelor monetare este – într-o

anumită măsură – rezultatul schimbărilor survenite în funcția cererii de bani, majoritatea cauzând instabilități sau afectând eficacitatea realizării de proiecții precise pe baza modelelor existente. Cu toate acestea, rolul agregatelor monetare în implementarea politicii monetare nu este neapărat diminuat, deoarece informațiile asupra evoluției cererii de bani sunt frecvent folosite în modelele macroeconomice.

Tematica cererii de bani este adusă în actualitate în această perioadă în Europa în contextul extinderii zonei euro. Pentru a realiza integrarea monetară, țările candidate la zona euro trebuie să îndeplinească criteriile de convergență, criteriile printre care banii joacă un rol crucial. Fiind conștienți că integrarea monetară presupune ca noile state membre să renunțe la moneda națională în favoarea monedei euro, considerăm că înțelegerea factorilor care determină cererea de monedă națională are – cel puțin – un important rol informativ pentru politica monetară în perioada care precede aderarea. Rolul banilor nu poate fi diminuat nici dacă ne raportăm la perioada care va urma momentului integrării, perioadă în care politica monetară a statelor membre se va subordona Băncii Central Europene (BCE). Conform obiectivului său fundamental – stabilitatea prețurilor – Banca Central Europeană urmează o strategie monetară bazată pe doi piloni: analiza monetară și analiza economică. Analiza monetară se bazează pe studiul detaliat al agregatelor monetare, a componentelor lor, precum și a contrapartidelor masei monetare. Prin urmare, banii joacă un rol bine definit pentru analiza BCE pe termen mediu și long, pentru a determina impactul lor asupra evoluției economice viitoare sau a inflației.

Perspectiva de a deveni membri ai zonei euro a generat anumite efecte asupra cererii de monedă națională în țările candidate. Pe măsură ce acestea devin tot mai integrate, crește preferința agenților economici naționali pentru moneda străină, aceștia alegând să substituie moneda națională cu euro. Dolarizarea a fost un fenomen larg răspândit în țările Central și Est Europene (CEE) chiar și înainte de a deveni membre ale Uniunii Europene. Această formă de substituție între moneda națională și o monedă străină a fost, într-o oarecare măsură, consecința înregistrării unor rate ridicate ale inflației în primii ani de tranziție către economia de piață. Câteva diferențe notabile pot fi identificate între țările din eșantionul nostru în ceea ce privește proporția creditelor și a depozitelor denominate în monedă străină dacă ne raportăm, spre exemplu, la datele anului 2016. În timp ce în țări precum România, Croația, Bulgaria sau Macedonia creditele și depozitele denominate în moneda străină dețin o pondere ridicată, în Republica Cehă sau Polonia situația e

opusă. Aceste date pot fi corelate cu atitudinea identificată în țările CEE cu privire la adoptarea euro. Conform Eurobarometrului (2017) în Bulgaria, Ungaria, Croația sau România cetățenii pro-europeni au o pondere mai mare în comparație cu cei anti-europeni. În Republica Cehă și Polonia cetățenii cu o atitudine anti-europeană dețin o pondere relativ mai ridicată. Atitudinea cu privire la adoptarea euro poate fi corelată cu încrederea populației și a agenților economici în moneda străină și poate explica, într-o oarecare măsură, proporția relativ redusă a împrumuturilor denominate în moneda străină.

Teza intitulată „*Determinanții cererii de bani. Evidențe empirice din țările Central și Est Europene*” își propune să identifice determinanții cererii de bani în țările CEE. În acest demers, pornim de la fundamentele teoretice spre cele empirice, prin analiza elementelor particulare care caracterizează cererea de bani în țările Central și Est Europene. Plasându-ne dincolo de motivele care determină cererea de bani din partea individului, ne propunem să oferim o perspectivă actualizată asupra determinanților cererii de bani la nivel agregat. Ca urmare, acest studiu își propune să abordeze tema cererii de bani din perspectivă macroeconomică. Mai exact, obiectivul este de a identifica factori și condiții macroeconomice care pot induce modificări în cererea de monedă națională în contextul actual.

În demersul nostru pornim de la ipotezele teoretice cu privire la factorii considerați ca determinanți ai cererii de bani. Aceste considerații teoretice vor fi folosite pentru a defini modelul de bază utilizat în continuare în cadrul analizei empirice. În teză, cererea de bani este analizată din punct de vedere empiric, dat fiind faptul că scopul nostru principal este de a identifica particularitățile cererii de bani care caracterizează țările incluse în eșantion. Într-o primă etapă, funcția cererii de bani este studiată separat pentru fiecare țară pentru a identifica factori specifici caracteristici la nivel național. Pentru acest scop vom folosi tehnici de estimare pe serii de timp. În a doua etapă, vom studia țările din perspectivă regională, la nivel de panel, pe baza similitudinilor și diferențelor identificate din analiza la nivel de țară. Determinanți suplimentari, considerați relevanți pentru funcția cererii de bani din țările CEE vor fi incluși în analiză. Scopul este de a identifica dacă cererea de monedă națională este influențată de modificările survenite în sfera economică în perioada premergătoare aderării la Uniunea Europeană (UE) sau la zona euro. Analiza la nivel de panel acoperă perioada 2008-2017, perioadă în care o parte din țările cuprinse în eșantion erau membre ale UE și se aflau în proces

de integrare monetară (Bulgaria, Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România și Croația – doar din 2013), în timp ce celelalte urmau pașii către integrarea europeană (Macedonia și Turcia). Mai exact, ne propunem să determinăm dacă perspectiva integrării europene sau monetare și schimbarea componenței cererii de bani a cauzat anumite instabilități pentru cererea de monedă națională.

Principalul *obiectiv* al acestui studiu este de a oferi o perspectivă empirică actualizată asupra determinanților cererii de bani în țările CEE, în contextul transformărilor generate de procesul de integrare europeană. În mod particular, încercăm să identificăm factorii care afectează cererea de monedă națională, în afara factorilor tradiționali considerați în literatură. Funcția cererii de bani este extinsă pentru a surprinde caracteristicile particulare ale dezvoltării monetare din această regiune, cu scopul de a oferi o perspectivă asupra rolului informativ al banilor pentru implementarea politicii monetare. Topica cererii de bani a revenit în actualitate în contextul extinderii zonei euro, datorită schimbărilor apărute în sfera economică.

Teza este structurată în patru capitole, detaliate succint în paragrafele următoare.

Primul capitol „*Modele teoretice asupra cererii de bani*” își propune să ofere o imagine de ansamblu asupra principalelor modele teoretice care definesc cererea de bani și determinanții săi. Pe baza incusiunii teoretice din acest capitol vom putea să stabilim ipotezele de la care vom porni în analiza empirică din capitolele următoare. Astfel, punctul de plecare îl constituie modelele teoretice timpurii, care pun în legătură creșterea cantității de bani și evoluția prețurilor. Economisții clasici, printre care îi amintim pe Adam Smith, Davis Ricardo sau John Stuart Mill, își aduc contribuția la teoria cererii de bani prin asocierea banilor cu schimbul și prin definirea bunăstării ca rezultat al procesului de producție. Ca urmare, pentru teoria clasică banii erau doar un vehicul care facilitează tranzacțiile și nu o variabilă care poate determina fluctuații în economia reală. Irving Fisher a formalizat teoria cantitativă a banilor prin bine cunoscuta ecuație a schimbului. Conform acestei ecuații, orice modificare a cantității de bani va determina o modificare proporțională a prețurilor, deoarece viteza de rotație a banilor este considerată constantă în timp. În versiunea școlii de la Cambridge este reluată teoria cantitativă a banilor, dar atenția se îndreaptă de această dată asupra motivelor care influențează cererea individuală de bani. Banii nu mai sunt văzuți strict ca un mijloc de schimb, ci sunt incluși în categoria activelor.

O contribuție fundamentală la teoria cererii de bani îi este atribuită lui John Maynard Keynes. Canalizându-și eforturile asupra motivelor care determină oamenii să dețină bani, el separă motivul speculativ de motivul tranzacțional sau de precauție. Cererea speculativă e sensibilă la modificarea ratei dobânzii, în timp ce nivelul venitului determină cererea de bani pentru tranzacții și cererea de bani din motive de precauție. Milton Friedman aduce o altă perspectivă valoroasă asupra cererii de bani, conturând viziunea monetaristă. Acesta consideră că cererea de bani este influențată de aceleași motive care determină deținerea oricărui alt activ – banii fiind un activ ca oricare altul - și extinde categoria de active care pot intra în componența portofoliului unui individ. Dezbaterea asupra motivelor care influențează cererea individuală de bani sau cererea de bani la nivel agregat rămâne una deschisă. Cu toate acestea, este larg acceptat (Hardwick, Khan and Langmead (1994), Keynes (1973), Friedman (1987)) faptul că cererea de bani este influențată în mod pozitiv de nivelul venitului și în mod negativ de costul de oportunitate al deținerii de bani.

Capitolul doi, intitulat „*Specificarea funcției cererii de bani*”, face tranziția de la partea teoretică la partea empirică. În această secțiune, plecând de la considerentele teoretice prezentate în primul capitol, vom încerca să definim principalele elemente care caracterizează funcția empirică a cererii de bani. În prima parte, ne bazăm pe motivele care au determinat de-a lungul timpului schimbări în ceea ce privește abordarea rolului deținut de bani în formularea politicii monetare. Prin estimarea diferitelor forme ale funcției, modelele empirice se bazează pe diferiți indicatori pentru a explica evoluția cererii de bani. Din acest motiv, în cele ce urmează vom prezenta stadiul actual al literaturii, prin raportarea la țări dezvoltate sau mai puțin dezvoltate, pentru a surprinde factorii care le aseamănă sau le diferențiază cu privire la analiza monetară. Revederea literaturii este realizată și din punct de vedere al diferitelor variabile considerate ca determinanți ai cererii de bani în studiile empirice (de exemplu: Dreger, Reimers and Roffia (2007), Arnold and Roelands (2010), Kumar (2011), Foresti and Napolitano (2013)), cum ar fi: venitul, rata dobânzii, rata inflației sau cursul de schimb. Ultima parte a acestui capitol are rolul de a ne aduce mai aproape de partea empirică a tezei, prin mutarea atenției asupra principalelor caracteristici ale economiei monetare din țările CEE. În mod explicit, ne raportăm la: transformările structurale și instituționale suferite în timpul tranziției către economia de piață, regimul de politică monetară adoptat de aceste țări, inflație și prețuri, dolarizare sau monetizare.

În al treilea capitol „*Determinanții cererii de bani în țările Central și Est Europene. Evidențe empirice actualizate*” vom realiza o analiză empirică la nivel de țară asupra stabilității cererii de bani. Eșantionul supus analizei cuprinde șase țări Central și Est Europene care fac parte din Uniunea Europeană: Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia și România. Scopul este de a identifica elementele care descriu funcția cererii de bani, pentru a vedea în ce fel determinanții considerați în mod tradițional în literatură pot caracteriza evoluția economică recentă, și de a identifica posibile surse comune care afectează cererea de monedă națională în aceste țări. Estimările sunt realizate prin utilizarea metodologiei Auto-Regressive Distributed Lag (ARDL) propusă de Pesaran, Shin and Smith (2001), care permite obținerea din estimare atât a efectelor pe termen scurt, cât și a celor pe termen lung. În funcția cererii de bani am inclus o variabilă care cuantifică nivelul venitului – produsul intern brut real – și variabile care surprind costul de oportunitate al deținerii de monedă: rata inflației, rata dobânzii și cursul de schimb. De asemenea, controlăm efectul crizei economice și schimbările în regimul de politică monetară din perioada analizată. În această etapă obiectivul este de a identifica similitudini în funcția cererii de bani între cele șase țări pe baza estimărilor, pentru a putea extrage concluzii la nivel de țară asupra stabilității cererii de bani.

Ultimul capitol „*Stabilitatea cererii de bani și rolul sentimentelor economice în țările CEE*” este dedicat studiului cererii de bani din perspectivă regională. În încercarea de a determina determinanții specifici ai cererii de bani care țin de procesul de integrare monetară sau europeană, adăugăm eșantionului din capitolul precedent două țări care sunt candidate oficial la UE: Turcia și fosta Republică Iugoslavă Macedonia (eșantionul e restricționat de disponibilitatea datelor). Plecând de la sursele care au generat instabilitate identificate anterior, vom extinde funcția tradițională a cererii de bani. Ipoteza care constituie punctul de plecare este că procesul de integrare aflat în plină desfășurare poate constitui pentru aceste țări o sursă de instabilitate sau incertitudine percepută. Ne bazăm în acest sens pe schimbările care au survenit în legătură cu percepția privind apartenența la zona euro și pe diferențele vizibile dintre aceste țări legate de dorința de aderare la zona euro. Funcția extinsă a cererii de bani include o măsură a sentimentului economic – Indicatorul Sentimentului Economic. Analiza pe panel e realizată pentru perioada 2008-2017, pe date trimestriale, utilizând tehnici de cointegrare pe date de panel. Funcția cererii de bani pe termen lung e estimată folosind estimatorul Dinamic OLS (DOLS) propus de Kao and Chiang (2000). Mai exact, scopul acestui capitol este de a vedea dacă

atitudinea cu privire la adoptarea euro și modificările din componența cererii de bani au influențat stabilitatea cererii de bani în țările CEE la nivel regional.

Acest studiu contribuie la literatura empirică asupra determinanților cererii de bani în câteva moduri:

- În primul rând, studiul oferă o evidență empirică actualizată asupra determinanților cererii de bani în țările Central și Est Europene, atât din perspectivă națională cât și din perspectivă regională. Am adoptat această abordare pentru a putea determina dacă există diferențe notabile între țări privind stabilitatea cererii de bani. Pe baza diferențelor identificate, vom putea ulterior să realizăm analiza la nivel regional cu scopul de a determina dacă sentimentele economice din această regiune (sentimente legate de cadrul economic și integrarea economică și monetară) au impactat stabilitatea monedei naționale.
- În al doilea rând, am inclus în analiză două categorii de țări: țări membre ale Uniunii Europene și țări candidate la UE. Prima categorie cuprinde țări aflate în proces de integrare monetară prin asumarea condițiilor impuse de îndeplinirea criteriilor de convergență necesare aderării la zona euro, în timp ce din a doua categorie fac parte țări aflate în proces de integrare europeană.
- Funcția tradițională a cererii de bani este extinsă astfel încât să includă caracteristicile specifice țărilor din Europa Centrală și de Est. Mai exact, am ținut cont de percepția privind incertitudinea din această regiune, prin includerea Indicatorului Sentimentului Economic în funcția empirică a cererii de bani.
- Perioada supusă analizei ne permite să extragem din date efectele asociate creșterii incertitudinii datorate crizei economice și financiare, efecte care ar fi putut influența cererea de bani. Criza economică din 2008-2010 a cauzat probleme de lichiditate pentru deținătorii de bani și a generat episoade de incertitudine crescută.

Toți pașii menționați anterior au ca scop oferirea unei evidențe actualizate asupra stabilității cererii de bani în Europa Centrală și de Est în anii care precedă integrarea europeană sau monetară. Ne așteptăm să identificăm pe baza acestei analize factori caracteristici la nivel național și factori caracteristici la nivel regional. Concluziile acestui studiu ar trebui să ne ofere indicii cu privire la fiabilitatea cererii de bani pentru politica monetară, pe baza nivelului de predictibilitate detectat din date. Câteva implicații de politică monetară vor fi oferite în secțiunea

de concluzii, pentru a putea înțelege în ce manieră studiul nostru contribuie la literatura de specialitate asupra cererii de bani.

REZUMAT CAPITOLUL 1

Modele Teoretice asupra Cererii de Bani

Considerentele teoretice asupra cererii de bani au stat la baza gândirii economice de acum sute de ani. Economisti și decidenți de politică monetară au dorit să determine efectele pe care le pot determina fluctuațiile cantității de bani asupra economiei reale. Scopul era să determine canalele de transmisie a diferitelor măsuri luate în condiții economice diverse. Studiarea modificărilor stocului de bani este motivată de faptul că aceste modificări pot afecta puterea de cumpărare a deținătorilor de monedă și, ca urmare, consumul și bunăstarea indivizilor. Din punct de vedere agregat aceste modificări afectează nivelul prețurilor generând presiuni inflaționiste care pot determina creșteri ale instabilității macroeconomice.

Întrebarea care a declanșat o mare parte din studiile teoretice și empirice asupra cererii de bani (cum ar fi, spre exemplu, [Friedman \(1987\)](#), [Mauleon and Sarda \(1999\)](#), [Bischoff and Belay \(2001\)](#), [Durani and Qureshi \(2016\)](#)) este legată de rolul banilor la nivel agregat. Mai exact, aceste studii au încercat să determine dacă informațiile despre bani pot să aducă îmbunătățiri substanțiale modelării macroeconomice. [Goldfeld \(1982\)](#) a încercat să asocieze un rol precis banilor, afirmând că aceștia sunt doar un activ din categoria vastă a activelor. Cererea de bani ca și activ este „o funcție care ne arată cantitatea de bani pe care oamenii doresc să o dețină ca și activ, determinată fiind de o serie de variabile economice precum venitul sau costul deținerii de bani” ([Henderson & Poole, 1991, p. 388](#)). Decizia asupra cantității de bani care ar trebui deținută sub formă de numerar are la bază posibilele câștiguri sau pierderi asociate. Deoarece numerarul este cel mai lichid activ, indivizii aleg să își stocheze deținerile sub această formă pentru a își finanța cheltuielile curente și cele previzionate. Cu toate acestea, ei nu vor crește la infinit această deținere de bani, deoarece banii nu generează nicio dobândă.

Cererea de bani este, prin urmare, influențată de aceleași motive care influențează cererea pentru orice alt activ ([Mishkin, 2012, pp. 262-263](#)), și anume: bunăstarea individului, randamentul așteptat, riscul asociat și gradul de lichiditate. Cererea de bani este influențată în mod pozitiv de creșterea bunăstării și de creșterea randamentului așteptat al banilor în comparație cu alte active.

Riscul asociat deținerii de bani influențează negativ cererea de bani, deoarece indivizii încearcă să evite posibilele pierderi rezultate din apariția unui risc neașteptat. De-a lungul timpului, pe măsură ce au apărut noi active financiare cu grade diferite de lichiditate, cererea de bani a scăzut. Așadar, apariția unor active cu grad crescut de lichiditate influențează negativ cererea de bani, deoarece creează noi alternative pentru tezaurizare.

În acest context, rolul ratei dobânzii poate fi integrat în funcția cererii de bani. Relația stabilită de Keynes (1973, pp. 265–266) este una inversă, adică cu cât rata dobânzii este mai ridicată, cererea de bani este mai scăzută. Explicația acestui efect se datorează faptului că, prin deținerea de bani, un individ sacrifică rata dobânzii care ar fi putut fi obținută prin deținerea unor active generatoare de dobândă. Riscul asociat deciziei de a deține bani este reprezentat de inflație, care reduce valoarea reală a banilor.

Modelele timpurii ale cererii de bani dezvoltate de către economiștii clasici precum Adam Smith, Jean Baptiste Say, David Ricardo, John Stuart Mill, printre alții, consideră banii ca fiind o marfă. Viziunea lor formează punctul central al teoriei clasice, care definește banii prin intermediul cantității de muncă necesară pentru a obține acea cantitate de monedă (Tutin, 2014, pp. 204-205) sau prin utilitatea pe care o aduc în realizarea tranzacțiilor (Say, 1880). Mai târziu, s-au pus bazele teoriei cantitative a banilor, formalizată de Irving Fisher în ecuația schimbului (Fisher and Brown, 1912, p.48). Conform teoriei cantitative, orice modificare a cantității de bani va determina o modificare proporțională în nivelul prețurilor. Baumol (1952) și Tobin (1956) au avut o contribuție importantă în analiza cererii de bani prin studierea cererii de bani pentru tranzacții. Ei au dezvoltat un model teoretic în care cererea de bani folosiți pentru tranzacții este asociată în mod negativ cu rata dobânzii. Principala implicație a modelului formalizat de Baumol (1952) este faptul că cererea pentru numerar crește într-o măsură mai mică decât volumul tranzacțiilor. Ducând mai departe ideea sa, Tobin (1956) a arătat că cererea de bani depinde în mod negativ de rata dobânzii, în timp ce între evoluția cererii pentru obligațiuni și rata dobânzii se stabilește o relație directă.

Keynes (1970, pp.212-216) a dezvoltat un model al cererii de bani care explică factorii ce influențează preferința pentru lichiditate. Principala sa contribuție la teoria cererii de bani constă în faptul că a fost interesat să determine care sunt motivele care îi determină pe indivizi să dețină bani și, prin urmare, el diferențiază motivul speculativ de motivul tranzacțional și de precauție.

Monetariștii, al căror principal reprezentant este Milton Friedman, au pus bazele teoriei cantitative „moderne” a banilor. În perspectiva lor, dacă funcția cererii de bani este stabilă, poate fi identificat impactul modificării stocului de bani asupra consumului și venitului. Friedman își aduce contribuția în mod fundamental asupra studiului cererii de bani prin faptul că extinde categoria de active care pot fi cuprinse în portofoliul unui individ (Friedman, 1987, p.12). În comparație cu teoria keynesistă, Friedman consideră de asemenea că banii depind de o variabilă care cuantifică venitul, de randamentul altor active și de riscul asociat. Dar, în completare, el ia în considerare factori precum: diviziunea bunăstării între forme umane și non-umane; randamentul așteptat al altor active; variabile care pot influența utilitatea banilor relativ la alte bunuri, precum: gradul de stabilitate economică (asociat în mod negativ cu cererea de bani), rata inflației (asociată în mod negativ cu cererea de bani) sau gradul de comercializare al bunurilor de capital existente (Friedman, 1987, pp. 11-12). Dezbaterile între Keynesiști și monetariști rămân una deschisă, în încercarea de a explica care sunt canalele prin care banii influențează cererea agregată. Elementul central al acestei dezbateri este perspectiva diferită pe care susținătorii celor două teorii o au asupra rolului jucat de bani. În timp ce Keynesiștii consideră banii un activ ca oricare altul, monetariștii susțin că banii au proprietăți specifice care îi diferențiază de alte active. Două implicații majore rezultă din aceste ipoteze: Keynesiștii consideră cererea de bani instabilă și susțin rolul politicii fiscale în stimularea cererii agregate, iar monetariștii sunt susținătorii eficienței politicii monetare asupra cererii agregate, considerând funcția cererii de bani ca fiind una stabilă.

Observând importanța atribuită cererii de bani din perspectivă temporală, se poate identifica o trecere de la o abordare în care se considera că banii nu afectează ciclul de afaceri, la o abordare în care banii sunt tot ceea ce contează. Susținătorii ultimei abordări, printre care se numără Friedman (1984), subliniază existența unei relații neregulate între bani și ciclul de afaceri. În teoria clasică rolul banilor era diminuat, deoarece se considera că banii nu pot afecta variabilele reale din economie. Aderenții teoriei Keynesiste considerau canalul ratei dobânzii ca fiind cel care facilitează transmiterea efectelor unei modificări a ofertei de bani asupra outputului. Prin comparație, viziunea monetaristă face distincție între termenul scurt și termenul lung. Aceștia afirmă că banii afectează variabilele reale în economie, dar doar pe termen scurt, în timp ce pe termen lung ei pot afecta doar variabilele nominale. Cu alte cuvinte, este subliniat rolul neutralității cererii de bani pe termen lung.

Dat fiind faptul că elementul central al acestei cercetări este studiul cererii de bani, ne canalizăm atenția asupra înțelegerii factorilor care afectează cererea de bani, pornind de la nivel individual și mergând până la nivel agregat. Așa cum o demonstrează primul capitol, cererea de bani a fost privită de economiști din diferite unghiuri, aceștia fiind susținătorii diferitelor teorii. Cu toate acestea, în pofida tuturor caracteristicilor care separă aceste viziuni, dintr-un anumit punct de vedere aceste teorii par să aibă și elemente comune (Keynes, 1973; Friedman, 1987). Facem referire la faptul că cererea de bani este descrisă în toate modelele ca fiind invers influențată de evoluția costului de oportunitate al deținerii de bani și pozitiv influențată de nivelul venitului.

REZUMAT CAPITOLUL 2

Specificarea Funcției Cererii de Bani

Subiectul cererii de bani a fost intens abordat de economiști din toată lumea, începând preponderent cu a doua jumătate a secolului douăzeci și rămâne chiar și în prezent o temă de actualitate. Așa cum am detaliat în primul capitol, numeroase modele teoretice au fost dezvoltate de-a lungul timpului pentru a explica rolul banilor în contextul economic global, precum și mecanismul prin care fluctuațiile în cererea de bani se propagă în economia reală. În plus, multe studii abordează această tematică din punct de vedere empiric, încercând să identifice impactul banilor asupra stabilității macroeconomice. Aceste studii își bazează efortul pe date macroeconomice din economia reală, utilizând diferite eșantioane de țări și diferite modele empirice.

Mutându-ne atenția spre aspectele empirice, câteva elemente trebuie menționate. Așa cum am dedus din modelele teoretice asupra cererii de bani, abordarea diferă din punct de vedere al specificației modelului. Facem referire aici la faptul că sunt incluși diferiți determinanți ai cererii de bani în estimarea empirică, în funcție de asumțiile teoretice pe care le au la bază.

Percepția asupra rolului jucat de cererea de bani ca instrument fiabil de politică monetară s-a modificat în timp. Această modificare se datorează în mare parte instabilităților detectate în funcția cererii de bani. În anii '90 Bernanke and Blinder (apud Goux, 2011) afirmă existența acestei probleme. Conform viziunii lor, instabilitatea poate fi „[...] rezultatul dereglementării și a inovațiilor prin apariția intermediarilor financiari” (McCallum and Goodfriend, 1987). Instabilități în funcția cererii de bani au apărut la diferite momente în timp dacă comparăm, spre

exemplu, Statele Unite ale Americii și zona euro. În ciuda acestor schimbări în percepție, este larg acceptat faptul că investigarea dinamicii cererii de bani este extrem de relevantă pentru politica băncii centrale și, mai exact, pentru implementarea politicii monetare. Este larg acceptat faptul că existența unei relații pe termen lung între cererea de bani și determinanții săi este o cerință necesară pentru a implementa o politică monetară bazată pe țintirea agregatelor monetare.

Urmărind obiectivul de a testa stabilitatea cererii de bani într-un eșantion de țări emergente, în cel de-al doilea capitol încercăm să creem o legătură între modelele teoretice și cele empirice. În primul rând vom încerca să explicăm factorii care au determinat de-a lungul timpului schimbări în abordarea privind rolul cererii de bani. Conceptele de cerere de bani și ofertă de bani sunt explicate pentru a oferi o perspectivă asupra diferitelor măsuri folosite în prezent pentru a cuantifica masa monetară. Pornind de la cele patru funcții ale cererii de bani explicate de W. Stanley Jevons (1875, pp. 13–18): mijloc de schimb, măsură a valorii, stocare a valorii și standard al bunăstării, în această secțiune încercăm să definim principalele motive care determină cererea de bani din partea indivizilor.

În continuare, capitolul analizează stadiul literaturii, luând în considerare determinanții folosiți în literatura empirică a cererii de bani, atât pentru țările dezvoltate cât și pentru cele aflate în curs de dezvoltare. Acest demers este util pentru a delimita de literatura de specialitate contribuția studiului empiric pe care îl realizăm în ultimele două capitole. Studiul cererii de bani asupra țărilor dezvoltate se concentrează preponderent asupra SUA, zonei euro sau țărilor membre OECD (Organizația de Cooperare și Dezvoltare Economică), abordarea autorilor fiind facilitată de seriile lungi de date disponibile (vezi, spre exemplu, [Mauleon and Sarda, \(1999\)](#); [Guerron-Quintana, \(2009\)](#); [Jawadi and Sousa, \(2013\)](#); [Foresti and Napolitano, \(2013\)](#); [Sousa, \(2014\)](#); [Rezai, \(2014\)](#); [Foresti and Napolitano, \(2014\)](#)). În cazul economiilor emergente sau aflate în tranziție, studiile empirice sunt mai puține și acoperă, în general, perioade mai scurte de timp. Câteva exemple de autori care au studiat cererea de bani în țări mai puțin dezvoltate sau în tranziție din Europa sunt: [Fidrmuc, \(2009\)](#), [Bahmani and Kutan, \(2010\)](#), [Bahmani-Oskooee, Kutan and Xi, \(2013\)](#). Cu toții invocă lipsa disponibilității datelor ca fiind principalul motiv care restrânge studiul lor din punct de vedere al eșantionului. Concluzia care se poate desprinde din toate aceste studii este că, în abordarea tradițională, funcția cererii de bani depinde de o variabilă care cuantifică nivelul venitului (spre exemplu, PIB-ul real sau un indicator al bunăstării) și de

variabile care cuantifică costul de oportunitate al deținerii de bani (spre exemplu: rata dobânzii, cursul de schimb, rata inflației). Cererea de bani este influențată în mod pozitiv de nivelul venitului și în mod negativ de costul de oportunitate al deținerii de bani, așa cum afirmă Keynes (1970) când introduce motivul speculativ al cererii de bani.

În ultima parte a capitolului, sunt prezentate câteva elemente care descriu evoluțiile cadrului de politică monetară din țările Central și Est Europene, pentru a crea contextul pentru studiul empiric care va fi realizat în capitolele 3 și 4. În acest scop, luăm în considerare estimările empirice anterioare, precum și date din economia reală și încercăm să identificăm care dintre variabile sunt relevante pentru a fi incluse în estimarea cererii de bani pentru țările din eșantionul nostru. Cu scopul de a aduce o contribuție literaturii de specialitate asupra cererii de bani, ne îndreptăm atenția asupra țărilor din Europa Centrală și de Est. Mai exact, țările supuse analizei sunt șase țări din grupul CEE (*Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România*). Alegerea acestui eșantion a fost influențată de faptul că toate aceste țări sunt membre ale UE și se află în plin proces de integrare monetară. Perioada supusă analizei cuprinde anii dintre 1996 și 2017, ceea ce sugerează necesitatea ca înainte să realizăm analiza empirică să definim care sunt factorii definatorii ai țărilor analizate. Prin urmare, în această etapă sunt prezentate informații despre inflație și prețuri, dolarizare și monetizare, precum și scurte caracterizări ale cadrului de politică monetară individual, la nivel de țară.

Toate elementele prezentate în acest capitol ne arată că, în ciuda similitudinilor care există între țări, este posibil ca eșantionul ales să nu constituie un grup perfect omogen, pentru că sunt identificate diferențe cu privire la o serie de variabile, cum ar fi gradul de monetizare al economiei sau dezvoltarea sectorului bancar.

REZUMAT CAPITOLUL 3

Determinanții Cererii de Bani în Țările Central și Est Europene. Evidențe Empirice Actualizate

Cererea de bani a revenit în actualitate în țările Central și Est Europene care sunt membre ale Uniunii Europene în contextul în care acestea urmează să adere la zona euro în viitor. În acest context, testarea stabilității cererii de bani poate oferi informații utile pentru implementarea deciziilor de politică monetară.

Obiectivul acestui capitol este de a identifica factorii care sunt comuni țărilor CEE și factorii particulari, specifici fiecărei țări în parte. Rezultatele ar trebui să ne confirme dacă funcțiile cererii de bani din aceste țări converg spre același punct, dat fiind faptul că au același obiectiv legat de adoptarea euro, sau dacă își păstrează particularitățile naționale. În acest context, vom putea să determinăm și dacă există un efect de substituție între moneda națională și monedele străine. Identificarea unui efect de substituție semnificativ poate fi un semn de progres în procesul de integrare monetară.

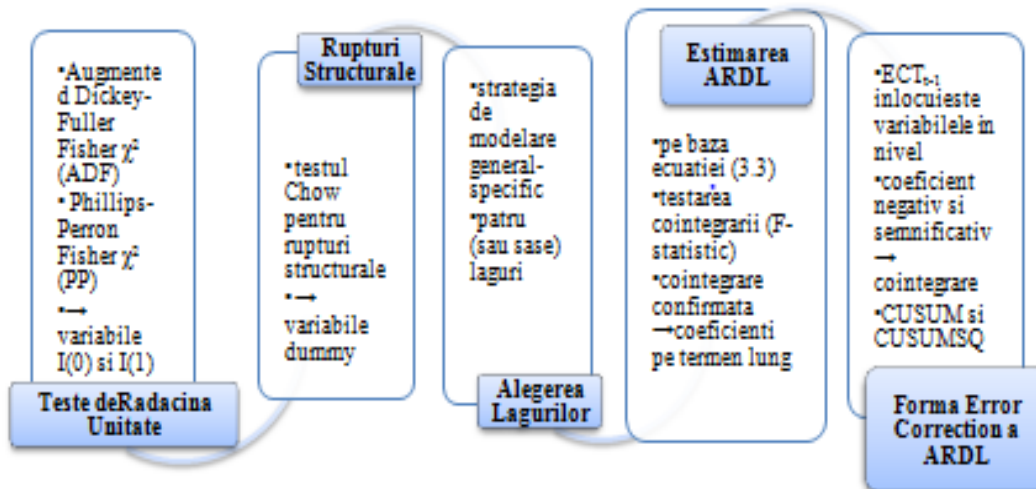
În consecință, acest capitol¹ modelează empiric relația dintre cererea de bani și un set de determinanți, folosind metodologia ARDL Bounds Testing Approach propusă de Pesaran, Shin și Smith (2001). Această relație este testată empiric în context național, pe un eșantion format din șase țări Central și Est Europene. Mai exact, am inclus țări membre ale Uniunii Europene care nu au îndeplinit până în prezent criteriile pentru a adera la zona euro. Acestea sunt: Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România. Testările empirice asupra cererii de bani sunt realizate pentru o perioadă care acoperă temporal perioada 1996-2016.

La începutul celui de-al treilea capitol încercăm să reafirmăm relevanța cererii de bani în țările CEE, în contextul integrării europene. Prin urmare, pentru a crea contextul acestui studiu și pentru a îi stabili importanța, oferim o scurtă descriere a factorilor caracteristici comuni țărilor CEE. A doua parte a capitolului prezintă stadiul literaturii asupra cererii de bani în țările Central și Est Europene, îndepțându-ne atenția preponderent asupra țărilor incluse în eșantion. Aceste demersuri au ca scop identificarea neajunsurilor existente în literatura cererii de bani care se concentrează pe această regiune. Au fost identificate trei sub-domenii de cercetare principale: studiul stabilității cererii de bani (vezi, de exemplu: Dreger, Reimers, and Roffia (2007), Bahmani and Kutan (2010)), studiul relației dintre moneda națională și o monedă străină (Buch (2001), Dumitru (2002), Selçuk (2003), Komarek and Melecky (2003), Dreger, Reimers, and Roffia (2007)) și studiul eficienței diferitelor regimuri de politică monetară pe parcursul tranziției (Fidrmuc (2009), Slavova (2003)).

¹ Anumite părți din acest capitol au fost publicate în articolul “**Mera, Valentina-Ioana**; Pop Silaghi, Monica Ioana, (2018): *Determinants of the Demand for Money in CEE Countries: Updated Evidence*, Eastern European Economics, 00: 1-24”. În articolul publicat, rezultatele diferă parțial, deoarece în estimări am folosit un proxy diferit pentru rata dobânzii.

A treia parte a acestui capitol descrie funcția empirică a cererii de bani, modelul, variabilele folosite și metodologia. Este realizată o analiză la nivel de țară folosind metodologia ARDL Bounds Testing Approach propusă de Pesaran et al. (2001), metodologie care permite testarea simultană a efectelor pe termen scurt și pe termen lung. Reprezentarea grafică din *Figură 1* reproduce pe scurt principalii pași urmați în estimare. Date trimestriale sunt folosite pentru următoarele țări Central și Est Europene: Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România. Datele sunt colectate pentru o perioadă cuprinsă între 1996:Q1 și 2016:Q1 pentru Bulgaria, Croația, Ungaria și Polonia; între 2002:Q1 și 2016:Q1 pentru Republica Cehă și între 2001:Q1 și 2016:Q1 pentru România.

Figură 1- Demers empiric



Sursa: reprezentarea autorului.

Sunt estimate câte două modele pentru fiecare țară: Modelul de Bază și Modelul Extins. Modelul de bază al cererii de bani se bazează pe forma convențională dezvoltată în lucrarea lui Leventakis (1993):

$$\ln M2/P_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln Y_t + \alpha_2 \pi_t + \alpha_3 R_t + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

unde: M2/P este o măsură pentru agregatul monetar extins (masa monetară M2 reală), iar produsul intern brut real, rata inflației și rata dobânzii sunt reprezentate de Y, π și, respectiv, R. Coeficienții α_i reprezintă elasticitatea cererii de bani în raport cu nivelul venitului (α_1), rata inflației (α_2) și semi-elasticitatea în raport cu rata dobânzii (α_3), iar α_0 este o constantă. În

Modelul Extins includem, în plus, și cursul de schimb pentru a cuantifica impactul așteptărilor cu privire la evoluția cursului de schimb asupra cererii de monedă națională.

Rezultatele oferite de estimările empirice confirmă existența unei relații de cointegrare între cererea de bani și determinanții săi, cu excepția Croației și Bulgariei. Coeficienții pe termen lung au câteva particularități în ceea ce privește magnitudinea lor, datorită caracteristicilor la nivel de țară. Cu toate acestea, câteva concluzii generale pot fi desprinse. Cererea de bani pentru tranzacții este semnificativă în toate țările, în majoritatea cazurilor având o valoare apropiată de unitate sau depășind această valoare. Acest lucru sugerează că cererea de bani crește mai mult decât proporțional odată cu creșterea venitului.

În plus, impactul ratei inflației este negativ și semnificativ pe termen lung în Republica Cehă, Ungaria și Polonia. Contrar așteptărilor formate inițial, efectul de substituție s-a dovedit a fi semnificativ pentru cererea de bani doar în Ungaria, Croația și Bulgaria, în timp ce în Republica Cehă efectul de venit domină efectul de substituție. Așteptările noastre inițiale se bazau pe faptul că, pe măsură ce țările și-au adâncit efortul în vederea integrării europene, fluctuațiile cursului de schimb ar fi trebuit să impacteze tot mai mult cererea de monedă națională. În cazul Poloniei și României această ipoteză nu e validată de estimările empirice, în ciuda faptului că în componența cererii de monedă monedele străine dețin o pondere ridicată. Stabilitatea coeficienților este susținută și de testele CUSUM și CUSUMSQ în cazul Cehiei, Poloniei, României și, parțial, în Ungaria și Croația. În timpul crizei economice și financiare, cererea de bani din motive de precauție a crescut, criza inducând un impact pozitiv asupra cererii de bani. În concluzie, rezultatele empirice au demonstrat faptul că funcția cererii de bani este stabilă, cu excepția Bulgariei și Croației, iar informațiile despre agregatele monetare pot oferi indicii fiabile pentru implementarea politicii monetare.

Din perspectiva procesului de adoptare a deciziilor de politică monetară, rezultatele oferite în acest capitol susțin rolul banilor ca un indicator relevant pentru politica monetară (cu excepția celor două țări în care funcția s-a dovedit a fi instabilă). Prin controlul asupra cererii de bani, băncile centrale ar trebui să aibă capacitatea de a controla nivelul prețurilor, administrând fluctuațiile ofertei de bani. În plus, o funcție a cererii de bani stabilă este o garanție asupra faptului că modificările în oferta de bani nu vor avea un efect neașteptat asupra altor variabile macroeconomice.

REZUMAT CAPITOLUL 4

Stabilitatea Cererii de Bani și Rolul Sentimentelor Economice în Țările CEE

În capitolul precedent am identificat surse de instabilitate în funcția cererii de bani pentru două dintre țările din eșantionul nostru. Ca urmare a rezultatelor care reies din analiza la nivel de țară, în al patrulea capitol încercăm să identificăm posibilele surse de instabilitate. Instabilitatea depistată poate avea, de exemplu, cauze care depind de specificarea modelului. Prin urmare, ne propunem să includem variabile suplimentare în specificația funcției cererii de bani pentru a controla efectul evenimentelor din economia reală care ar fi putut destabiliza funcția.

Ipoteza de la care plecăm este aceea că evoluția cadrului economic și evenimentele care au avut loc în țările Central și Est Europene în ultimii douăzeci de ani ar fi putut genera aceste diferențe în rezultate. În contextul extinderii Uniunii Europene, forțele care influențează cererea de bani internă s-au schimbat. Se adaugă în acest context o serie de surse generatoare de fluctuații și instabilitate, surse determinate de politici și decidenți economici externi. Țările CEE au devenit de-a lungul anilor tot mai conectate cu zona euro sau Uniunea Europeană. Câteva dintre canalele care au intensificat aceste legături sunt: canalul comercial, legăturile financiare sau prezența băncilor cu capital străin în interiorul țărilor din Europa Centrală și de Est.

Urmând un intens proces de armonizare a politicilor naționale în pregătire pentru a deveni membre ale Uniunii Europene, toate aceste țări au suferit un proces susținut de transformare bazat pe restructurarea sistemului economic, atât din punct de vedere operațional cât și instituțional. Recent, cele șase țări pe care le-am analizat în Capitolul 3 – după ce au devenit membre ale UE – și-au luat angajamentul de a finaliza integrarea monetară prin adoptarea monedei euro, odată ce criteriile impuse vor fi îndeplinite. Din punct de vedere al percepției cetățenilor aparținând acestor țări, toate aceste transformări pot fi percepute ca surse generatoare de instabilitate. Ca urmare, acest capitol și-a propus să redefinească funcția empirică a cererii de bani în țările CEE, luând în considerare caracteristicile asociate procesului de integrare.

Întrebarea cercetării pentru analiza realizată în acest capitol se referă la a determina dacă cererea de bani din țările CEE depinde doar de determinanții considerați în mod tradițional în estimările empirice, sau dacă stabilitatea cererii de bani este influențată de perspectiva adoptării monedei

euro. Obiectivul avut în vedere vizează obținerea unei funcții a cererii de bani corect specificată, care să țină cont de heterogeneitățile existente între țările CEE în contextul integrării europene.

În acest scop, funcția cererii de bani a fost extinsă așa încât să capteze rolul sentimentelor economice, prin includerea Indicatorului Sentimentului European. Acest indicator reflectă percepția asupra activității economice de ansamblu, fiind calculat ca un indicator compus pe baza percepției agenților economici provenind din cinci sectoare majore de activitate: industrie, servicii, comerț, construcții și consumatori.

Eșantionul supus analizei cuprinde două categorii de țări:

- Țări membre ale Uniunii Europene: *Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia și România*
- Țări candidate oficial la Uniunea Europeană: *Turcia și fosta Republică Iugoslavă Macedonia*. Celelalte trei țări candidate oficial la UE (Albania, Macedonia, Serbia) nu au fost incluse în eșantion datorită lipsei disponibilității datelor pentru Indicatorul Sentimentului European.

Spre deosebire de capitolul precedent, eșantionul a fost extins pentru a include și țări candidate la Uniunea Europeană. Motivația ar fi de a putea observa și perspectiva integrării europene, nu doar a celei monetare. Deoarece am adăugat țări care nu sunt încă membre UE, putem observa caracteristicile cererii de bani și în perioada care precede aderarea la UE, în completarea eșantionului de țări care sunt deja membre. Analiza la nivel de panel se realizează pentru perioada 2008-2017, pe date trimestriale.

În introducerea capitolului este descris cadrul în care analiza stabilității cererii de bani are relevanță pentru țările CEE în contextul integrării economice și monetare. Testarea stabilității cererii de bani a redobândit interes pentru țările Central și Est Europene deoarece banii joacă un rol important pentru obiectivul de menținere a stabilității prețurilor pe termen mediu și lung, stabilit în cadrul zonei euro. Atenția noastră se îndreaptă așadar asupra factorilor care țin de contextul integrării europene și care ar fi putut impacta cererea de bani.

Deoarece motivația care stă la baza abordării empirice din acest capitol este legată de incertitudinea asociată procesului de aderare la UE sau de adoptare a euro, în continuare am oferit câteva exemple pe care le considerăm relevante în ceea ce privește atitudinea privind

adoptarea euro, pe baza datelor recente furnizate de Eurobarometru (2017). Opiniile privind adoptarea euro sunt divizate în două categorii. Prima categorie cuprinde țările care sunt în favoarea acestui proces, în timp ce în a doua categorie sunt cuprinse țări care se poziționează preponderent împotriva. În Bulgaria, România, Ungaria și Croația cetățenii care sunt pro-europeni ocupă o pondere mai mare comparativ cu ei care sunt împotriva adoptării euro. În comparație, în Republica Cehă și Polonia situația este opusă. Pentru a oferi doar un indiciu asupra cifrelor, în România 64% dintre respondenți sunt în favoarea adoptării euro, în timp ce în Republica Cehă doar 29% gândesc la fel. În pofida preferințelor privind adoptarea euro, atunci când sunt întrebați dacă consideră că țara lor este pregătită să adere la zona euro, în toate aceste țări doar unul din cinci respondenți consideră că țara sa este pregătită (Flash Eurobarometer, 2017, p.22). Un alt concept care pune în legătură cererea pentru moneda națională cu zona euro este fenomenul de euroizare. În opinia noastră, cu cât este mai probabil ca o țară să devină parte a zonei euro, cu atât cetățenii săi vor fi mai predispuși să folosească moneda euro în tranzacții sau ca element de tezurizare. Ca urmare, acest fenomen poate determina o schimbare în structura portofoliului de active, prin înlocuirea monedei naționale cu moneda străină. În raportul Băncii Central Europene din aprilie 2017 cu privire la rolul monedei euro pe piețele internaționale, este adus în discuție rolul euroizării neoficiale caracteristică anumitor țări balcanice, candidate sau potențial candidate la UE. Responsabilitatea pentru acest fenomen o poartă o serie de factori, printre care sunt amintiți (ECB Report 2017, pp.5-6): încrederea în moneda națională, intensificarea relațiilor comerciale cu zona euro sau remitențele.

Modelul cererii de bani estimat în acest capitol contribuie la literatura empirică existentă pe această temă prin faptul că analizează rolul sentimentelor economice asupra cererii de monedă națională, pe lângă determinanții clasici. Urmând studiile anterioare asupra cererii de bani, am plecat de la funcția tradițională care include o variabilă ce cuantifică venitul și variabile care surprind costul de oportunitate.

În încercarea de a surprinde particularitățile eșantionului, în ceea ce privește cadrul de politică monetară din perioada supusă analizei, specificația cererii de bani a fost extinsă prin includerea Indicatorului Sentimentului European. Acest indicator surprinde percepția investitorilor din cinci sectoare ale economiei asupra evoluției generale a cadrului economic. În funcția cererii de bani acest indicator are rolul de a surprinde percepția asupra incertitudinii. Dat fiind faptul că țările

CEE supuse analizei sunt în proces de integrare europeană (Macedonia și Turcia) sau de integrare monetară (Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia și România) plecăm de la ipoteza că percepția privind incertitudinea care provine din interiorul Uniunii Europene sau a zonei euro poate afecta semnificativ cererea de monedă națională.

Rezultatele obținute din estimarea cererii de bani la nivel de panel folosind estimatorul Dinamic Ordinary Least Squares – DOLS – (Kao and Chiang, 2000) au oferit indicii încurajatoare privind stabilitatea cererii de bani, atunci când rolul sentimentelor economice a fost inclus în estimare. Indiferent de proxii-urile alese pentru cursul de schimb, estimările au confirmat existența cointegrării între cererea reală de bani și determinanții săi. Pentru exemplificare, în *Tabel 1* sunt raportate rezultatele din estimarea funcției cererii de bani pe termen lung, din cele două modele de bază: *Modelul 1*, în care am inclus cursul de schimb în raport cu euro, și *Modelul 2*, care utilizează cursul de schimb în raport cu dolarul american (USD).

Tabel 1- Estimarea cererii de bani (DOLS)

Estimarea cererii de bani (DOLS)–Modele de bază			
Variabila dependentă M2/P	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	
Y	1.019*** (0.000)	1.007*** (0.000)	
R	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	
Π	-0.018*** (0.000)	-0.034*** (0.000)	
EX_EUR	-0.242*** (0.000)		
EX_USD		-0.202*** (0.000)	
ESI	-0.402*** (0.000)	-0.311*** (0.000)	
T		37	37
N		264	264

Notă: 1) ***, ** și * denotă semnificativitatea la 1%, 5% și 10%. 2) Două laguri și un lead au fost introduse pentru variabilele folosite în DOLS ca prime diferențe. 3) Toate variabilele, cu excepția ratei dobânzii, sunt logaritmice. 4) Eșantionul include: Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Macedonia, Polonia, România și Turcia. Perioada: 2008Q1-2017Q1.

În plus am verificat robustețea modelelor de bază prin: i) înlocuirea cursurilor de schimb bilaterale prin cursul de schimb efectiv nominal și cursul de schimb efectiv real; ii) evaluarea impactului crizei economice și financiare din perioada 2008-2010; iii) utilizarea unei

metodologii diferite, și anume estimatorul Fully-Modified Ordinary Least Squares (FMOLS) propus de Phillips și Moon (1999) și Pedroni (2000).

Rezultatele pot fi rezumate după cum urmează. Determinanții tradiționali ai cererii de bani (PIB-ul real, rata inflației și rata dobânzii) sunt semnificativi și au semnul așteptat. Elasticitatea în raport cu venitul este în jurul unității și este semnificativă în toate cazurile. Rata dobânzii are efecte reduse, dar negative asupra cererii de bani, același rezultat fiind observat și în cazul ratei inflației. Aceste efecte sunt așteptate, dat fiind faptul că cele două variabile surprind costul de oportunitate al deținerii de monedă. Efectul de substituție dintre moneda națională și moneda străină a fost confirmat de ambele cursuri de schimb bilaterale – în raport cu euro (*Modelul 1*) sau în raport cu USD (*Modelul 2*) – cu un coeficient mai redus pentru cel din urmă. Dat fiind faptul că șase din cele opt țări cuprinse în eșantion erau membre UE în perioada supusă analizei, am identificat astfel un puternic efect de substituție în favoarea monedei euro.

Rolul sentimentelor economice s-a dovedit a fi semnificativ pentru cererea de monedă națională. Cu cât valoarea indicatorului ESI este mai redusă, cu atât este mai mare gradul de incertitudine perceput. Acest lucru determină o creștere a cererii de bani din motive de precauție. Prin verificarea robusteții modelelor de bază, am putut identifica validitatea modelului în ceea ce privește semnul și semnificativitatea Indicatorului Sentimentului European. Rezultatele rămân robuste modelelor de bază, indiferent de proxy-ul folosit pentru cursul de schimb. Singurul coeficient care își schimbă semnificația este cursul de schimb efectiv real, care – spre deosebire de modelele de referință – sugerează prezența efectului de bunăstare. Când controlăm efectul crizei economice din perioada 2008-2010, rezultatele rămân relativ neschimbate. Mai exact, a fost identificat un efect negativ al crizei atunci când cursurile de schimb bilaterale au fost incluse în estimare, sugerând tendința agenților economici de a își redirecționa deținerile către active mai puțin volatile, dată fiind incertitudinea crescută.

Rezultatele oferite în acest capitol demonstrează faptul că funcția extinsă a cererii de bani – în care se ține cont de rolul sentimentelor economice – oferă o perspectivă încurajatoare asupra comportamentului cererii de bani în țările CEE. Concluzionăm prin a afirma că stabilitatea cererii de bani este într-adevar influențată de schimbările asociate procesului de integrare. Luarea în considerare a percepției consumatorilor și a investitorilor cu privire la evoluția evenimentelor

din sfera economică în contextul Uniunii Europene, contribuie la identificarea unei funcții stabile a cererii de bani în acest eșantion de țări.

CONCLUZII

Studiul determinanților cererii de bani în țările Central și Est Europene a redobândit interes datorită extinderii și dezvoltării economiei Uniunii Europene. În contextul transformărilor suferite de aceste țări pe parcursul integrării, cererea de monedă națională nu mai poate fi considerată ca fiind determinată doar de factori interni. Pe măsura adâncirii procesului de integrare, e tot mai probabil ca cererea de bani să fie determinată de factori care provin din UE sau zona euro.

Rolul cererii de bani este susținut în prezent de numărul vast de modele teoretice și empirice dezvoltate în jurul acestui subiect (spre exemplu: [Schabert \(2009\)](#), [Heer, Maußner and McNelis \(2011\)](#), [Lioui and Poncet \(2012\)](#), [Taylor \(2016\)](#), [Caraiani \(2016\)](#)), dar și de utilizarea informațiilor despre agregatele monetare în implementarea politicii monetare de către băncile centrale. Cerința fundamentală pentru utilizarea banilor ca instrument de politică monetară constă în identificarea unei relații stabile între bani și alte variabile macroeconomice relevante. Stabilitatea funcției cererii de bani ar face ca aceștia să fie un instrument fiabil de politică monetară, capabil să prezică în mod corect impactul pe care o schimbare a ofertei monetare îl va avea asupra economiei reale. De-a lungul anilor, perspectivele privind utilizarea banilor în modelele macroeconomice s-au schimbat datorită instabilităților detectate în funcția cererii de bani, în raport cu determinanții tradiționali. Cu toate acestea, banii rămân o variabilă importantă în modelarea macroeconomică, deși au un rol preponderent informativ în procesul de implementare a politicii monetare.

În prezent, nu numai băncile centrale se bazează pe informații privind cererea de bani, dar și un număr mare de studii care abordează subiecte precum: strategiile de politică monetară, evoluția inflației, regimurile de curs de schimb, utilizarea politicilor monetare neconvenționale. În această ramură a literaturii, un segment este ocupat de studiul implicit al determinanților cererii de bani. Aruncând o privire asupra factorilor care determină schimbări în cererea de bani în contextul economic al ultimilor ani, autorii încearcă să reevalueze rolul banilor prin extinderea funcției

tradiționale. Variabilele suplimentare – care captează caracteristici specifice la nivel de țară – sunt incluse în specificația cererii de bani, pentru a vedea dacă instabilitățile detectate pot fi modelate și evaluate empiric. În acest scop, autorii se bazează pe utilizarea agregatelor monetare cu grade diferite de lichiditate. Pe baza ipotezelor care stau la baza modelului utilizat în analiză, în cadrul studiilor se utilizează un agregat monetar mai restrâns sau mai extins (Dreger, Reimers and Roffia (2007), Bahmani-Oskooee, Kutan and Xi (2013), Apergis (2015)).

Plecând de la literatura existentă privind determinanții cererii de bani, am identificat și detaliat în lucrarea de față principalele direcții pe care se concentrează aceasta:

- Cererea de bani este adesea abordată în studii empirice și teoretice care tratează țări dezvoltate precum Statele Unite ale Americii, zona euro sau Regatul Unit la Mării Britanii. Beneficiind de serii largi de date, funcția cererii de bani a fost extinsă în multe cazuri pentru a surprinde efectele principalelor evenimente internaționale sau evoluția mediului economic intern. În consecință, o mare parte din studiile efectuate asupra cererii de bani s-au dezvoltat în jurul țărilor dezvoltate.
- Referitor la grupul de țări care include economiile în curs de dezvoltare și cele emergente, literatura a înregistrat progrese în principal în ultimele două decenii. Literatura empirică se bazează pe țările în curs de dezvoltare din Europa, Asia, America Latină sau Africa, utilizând fie analiza la nivel de țară, fie analiza pe panel. Printre motivele care au condus la numărul relativ redus de studii privind cererea de bani în aceste regiuni (redus în raport cu țările dezvoltate), lipsa unor serii lungi de date disponibile este cea mai des invocată cauză. Deoarece ne interesează în special țările din Europa Centrală și de Est, am observat din literatura existentă că studiile empirice despre țările din această regiune au devenit mai populare după valorile extinderii UE.

Îndreptându-ne atenția către țările care aparțin Europei Centrale și de Est, am identificat trei subdomenii principale ale cercetării. O primă categorie de studii încearcă să ofere un răspuns referitor la gradul de stabilitate al cererii de bani, prin punerea cererii de bani în legătură cu deciziile de politică monetară (Dreger, Reimers and Roffia (2007), Fidrmuc (2009), Bahmani and Kutan (2010)). În al doilea rând, există lucrări care încearcă să surprindă efectul de substituție dintre moneda națională și o valută străină sau efectul de substituție a capitalului, luând în considerare caracteristicile specifice ale țărilor care aparțin acestei regiuni, în timpul

tranziției (Selçuk (2003), Dreger, Reimers and Roffia (2007), Hsieh and Hsing (2009), Bahmani-Oskooee, Kutan and Xi (2013), printre alții). În cele din urmă, studii mai recente abordează rolul cererii de bani în contextul politicilor neconvenționale adoptate după criză de către Banca Centrală Europeană (Gertler and Karadi (2011), Dreger and Wolters (2015b), Neely (2015)).

Din punct de vedere empiric, metodologiile utilizate în studiul cererii de bani trebuie să țină cont de unele cerințe fundamentale. În primul rând, specificația trebuie să includă cât mai precis toate variabilele explicative sugerate de ipotezele teoretice, pentru a evita omiterea anumitor variabile semnificative. În același timp, luând în considerare lungimea temporală limitată a seriilor de date, prin includerea prea multor variabile explicative, se poate ajunge la supra-dimensionarea modelului. Așadar, există un compromis între supraparametrizare și omiterea anumitor variabile relevante. În al doilea rând, alegerea metodologiei utilizate trebuie făcută astfel încât să îndeplinească atât cerințele econometrice, cât și ipotezele teoretice. Un astfel de exemplu în studiul cererii de bani este endogeneitatea. Pentru a aborda și a depăși aceste probleme, metodologia de estimare ar trebui să se adapteze ipotezelor teoretice ale modelului și să remedieze aceste deficiențe.

Pe baza analizei literaturii recente privind cererea de bani în țările CEE (studii prezentate în principal în capitolele doi și trei), am identificat două neajunsuri, care constituie punctul nostru de plecare pentru acest studiu. Din cunoștințele noastre, nu există niciun studiu care să vizeze identificarea caracteristicilor funcției cererii de bani pentru țările din Europa Centrală și de Est, atât din perspectiva națională, cât și regională, în perioada de preaderare la zona euro. Considerăm că această comparație este una foarte utilă, deoarece se poate presupune că aceste țări urmează o traiectorie comună în ceea ce privește evoluțiile monetare, având în vedere procesul de integrare europeană. Cu toate acestea, pentru a se adapta la cerințele cadrului economic, fiecare țară a adoptat măsuri specifice în ceea ce privește politica monetară. Acest lucru poate genera anumite diferențe și în funcția cererii de bani. Al doilea aspect care considerăm că poate aduce o contribuție semnificativă în sfera studierii cererii de bani în țările CEE este analiza factorilor provenind din Uniunea Europeană sau din zona euro (în funcție de nivelul de integrare) care pot influența cererea de monedă internă. Mai exact, am pornit de la ipoteza că perspectiva integrării europene sau monetare poate induce anumite efecte specifice asupra cererii interne. Primul este legat de substituirea monedei naționale cu o monedă străină

(euro), odată cu adâncirea procesului de integrare. Al doilea efect se materializează în percepția cetățenilor și a agenților economici privind incertitudinea asociată procesului de integrare. În plus, studiul beneficiază de date mai recente în comparație cu studiile anterioare, ceea ce ne permite să includem și să evaluăm impactul crizei economice și financiare globale.

Teza a fost structurată în patru secțiuni, care urmează pașii parcurși în demersul de a studia cererea de bani, atât din punct de vedere teoretic, cât și din punct de vedere empiric. Primul capitol a fost conceput pentru a revedea, din perspectivă temporală, modelele teoretice dezvoltate în jurul conceptului de bani de-a lungul anilor. Aici ne-am concentrat eforturile în principal pe prezentarea asumpțiilor care stau la baza fiecărui model, pentru a putea alege ipotezele folosite mai departe în secțiunile empirice ale tezei. Al doilea capitol a făcut trecerea la partea empirică a lucrării, prin prezentarea studiilor care au abordat tematica cererii de bani, cu un accent deosebit pe determinanții considerați în literatură. Din modelele teoretice am ajuns la concluzia că cererea de bani depinde în mod pozitiv de nivelul venitului și în mod negativ de costul de oportunitate al deținerii de monedă.

Înainte de a prezenta rezultatele acestui studiu, considerăm relevant să prezentăm caracteristicile cadrului economic identificate în capitolul al doilea, deoarece acestea au constituit ipotezele studiului nostru empiric. Din punct de vedere analitic, am observat date privind evoluția diferitelor variabile care ilustrează evoluțiile monetare din eșantionul de țări supus analizei. Au rezultat o serie de concluzii utile, cu privire atât la tendințele comune, cât și la tendințele specifice fiecărei țări. Studiul include șase țări din Europa Centrală și de Est, care sunt membre ale Uniunii Europene și care sunt în proces de integrare monetară: Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia și România. Chiar dacă în aceste țări nu s-a stabilit o dată concretă pentru adoptarea monedei euro, se presupune că acestea vor adera la zona euro imediat ce sunt îndeplinite criteriile de convergență.

- Dacă privim la situația anilor 1990, au avut loc schimbări notabile pentru a reconfigura poziția economică a fostelor țări postcomuniste. Pornind de la rate ale inflației de două cifre la sfârșitul secolului XX, țări precum Bulgaria, Ungaria, Polonia sau România au reușit să reducă aceste valori cu mult sub zece procente, prin țintirea ratei inflației sau a cursului de schimb. Croația, spre deosebire de țările menționate mai sus, a avut o performanță bună în menținerea inflației sub 5% pentru cea mai mare parte a perioadei.

Pentru toate aceste țări, schimbările în strategia de politică monetară în contextul integrării europene pot fi considerate factori importanți pentru menținerea inflației la o rată scăzută și relativ stabilă.

- Un fenomen larg răspândit în țările CEE este euroizarea. Ca urmare a neîncrederii pe care o au cetățenii în moneda națională, aceștia au ales să înlocuiască moneda națională cu o monedă străină, pentru a-și proteja deținerile de bani împotriva deprecierei sau a presiunii inflaționiste. În 2016, spre exemplu, ponderea creditelor în valută străină a fost de aproximativ 50% în țări precum Bulgaria, Croația sau România, în timp ce în Polonia sau Republica Cehă ponderea era la nivelul de 30%. Având în vedere procesul de integrare monetară în desfășurare în aceste țări, încrederea în moneda europeană poate fi percepută ca un factor pozitiv pentru procesul de integrare. Cu toate acestea, nu putem neglija efectul pe care îl poate avea asupra stabilității și controlabilității monedei naționale.
- În strânsă relație cu fenomenul descris anterior este percepția cetățenilor și a agenților economici cu privire la aderarea țării lor la zona euro. În ultimii ani, reputația zonei euro a suferit schimbări importante. Văzută ca un factor pozitiv înainte de criza economică din 2008, apartenența la zona euro nu a fost privită cu același optimism după criză. Percepția consumatorilor și a investitorilor s-a schimbat, iar țările au adoptat poziții diferite în ceea ce privește adoptarea euro, potrivit Eurobarometrului ([Flash Eurobarometer, 2017](#)). În timp ce în Bulgaria, România, Ungaria și Croația, ponderea celor care sunt în favoarea adoptării euro este mai mare decât ponderea celor care sunt împotriva, în Republica Cehă și Polonia situația este opusă. În ciuda poziționării lor în favoarea sau împotriva adoptării monedei euro, atunci când cetățenii sunt întrebați dacă consideră că țara lor este pregătită să adopte moneda euro, în toate țările, doar unul din cinci respondenți consideră că țara lor este pregătită să adopte moneda unică.
- Euro a devenit o monedă larg răspândită în statele membre ale Uniunii Europene care nu au adoptat încă moneda unică, datorită canalelor care le conectează cu zona euro. Canalul comercial a facilitat utilizarea monedei euro în tranzacții, în timp ce sectorul financiar și prezența băncilor având originea în zona euro au intensificat canalele de transmitere a șocurilor.
- Pentru a depăși cerințele cadrului economic necesare tranziției sau procesului de integrare, țările CEE au adoptat strategii de politică monetară bazate fie pe țintirea

inflației (Republica Cehă, Ungaria, Polonia și România), fie pe țintirea cursului de schimb (Bulgaria a adoptat consiliul monetar, în timp ce Croația țintește cursul de schimb).

Principalele rezultate ale acestei teze sunt extrase din analiza empirică efectuată în capitolele trei și patru. În cele ce urmează, vom face o scurtă prezentare a rezultatelor obținute, atât la nivel de țară, cât și la nivel regional.

Analiza asupra determinanților cererii de bani la nivel de țară a fost efectuată pe un eșantion de șase țări din Europa Centrală și de Est (și anume: Bulgaria, Croația, Republica Cehă, Ungaria, Polonia și România), utilizând date trimestriale din 1996:Q1 până în 2016:Q1. Rezultatele obținute prin aplicarea metodologiei ARDL Bounds Testing Approach ne-au oferit informații despre coeficienții pe termen scurt și pe termen lung ai funcției cererii de bani. Pentru fiecare țară au fost estimate două modele: un model de bază care a inclus ca factori determinanți: PIB-ul real, rata dobânzii și rata inflației; și un model extins, care cuprindea în plus cursul de schimb. Câteva concluzii generale pot fi desprinse. Rata dobânzii are o influență redusă pe termen lung asupra cererii de bani. Impactul ratei inflației este negativ și semnificativ pe termen lung în Republica Cehă, Ungaria și Polonia, ceea ce sugerează că o creștere a nivelului prețurilor va determina reorientarea indivizilor către active financiare sau reale, în detrimentul banilor. Un rezultat care contrazice așteptările inițiale este acela că efectul de substituție a monedei naționale este semnificativ numai în cazul Ungariei, Croației și Bulgariei, în timp ce în Republica Cehă efectul de bunăstare este dominant. În primele trei țări, coeficienții estimați sunt semnificativi și pozitivi și sugerează că o depreciere a monedei naționale reduce cererea pentru aceasta. În Republica Cehă, rezultatele pot fi influențate de faptul că banca centrală a menținut cursul de schimb al monedei naționale față de euro fixat între 2013 și 2017. În acest context, comportamentul investitorilor și populației nu s-a modificat în conformitate cu fluctuațiile cursului de schimb, deoarece agenții economici au avut încredere în angajamentul asumat de banca centrală de a menține cursul de schimb fixat.

În ansamblu, rezultatele analizei la nivel de țară au evidențiat existența unei relații de cointegrare pe termen lung între cererea de bani reală și determinanții utilizați în mod tradițional în literatură, cu excepția Bulgariei și a Croației. În aceste două țări, funcția cererii de bani nu este stabilă în raport cu determinanții clasici. Prin urmare, utilizarea cererii de bani ca instrument de politică

monetare poate oferi semnale imprecise. În schimb, în celelalte patru țări considerate, funcția cererii de bani poate fi folosită ca instrument cu rol informativ pentru politica monetară, deoarece este stabilă în raport cu determinanții săi. Stabilitatea funcției cererii de bani face ca banii să reprezinte un instrument fiabil pentru autoritățile monetare, deoarece le permite acestora să previzioneze în mod corespunzător impactul asupra cererii de bani a oricărei schimbări în factorii determinanți.

Analiza la nivel regional pornește de la rezultatele obținute în capitolul anterior, unde, la nivel de țară, s-au identificat diferențe între cele șase țări CEE. Punctul de plecare al acestei secțiuni a fost reprezentat de identificarea surselor capabile să determine aceste diferențe în rezultate, pentru a vedea dacă este posibil să le modelăm empiric. În acest sens, am legat ipoteza de pornire de traiectoria comună urmată în scopul integrării europene. Pentru a ține cont de eterogenitățile dintre țările CEE, am extins specificația tradițională a cererii de bani prin includerea unei variabile care surprinde incertitudinea percepută în regiune. Indicatorul Sentimentului European (ESI) este o măsură a incertitudinii percepute, în sensul că surprinde percepțiile, acțiunile sau sentimentele existente în aceste țări, în ceea ce privește activitatea economică. ESI include indicatori de încredere ai agenților economici provenind din cinci sectoare ale economiei: industrie, servicii, consumatori finali, construcții și comerț cu amănuntul. În ansamblu, acest indicator reflectă percepția asupra evoluției viitoare a economiei.

În analiza empirică pe panel, am folosit date trimestriale din perioada 2008 - 2017, pe un eșantion format din opt țări aparținând Europei Centrale și de Est. Comparativ cu analiza la nivel de țară, am adăugat două țări candidate oficial la UE, și anume Turcia și Macedonia. Pentru estimarea relației dintre cererea de monedă și PIB-ul real, rata inflației, rata dobânzii, cursul de schimb și Indicatorul Sentimentului European, a fost utilizat estimatorul DOLS. În modelele de referință am utilizat ca proxy pentru rata de schimb cursul de schimb bilateral, față de euro și USD. Au fost efectuate verificări de robustețe: prin folosirea ca și proxy pentru cursul de schimb: a cursului de schimb nominal efectiv sau a cursului de schimb real efectiv; prin cuantificarea impactului crizei și prin utilizarea unei alte abordări metodologice, estimatorul FMOLS.

Estimările au oferit câteva rezultate încurajatoare privind stabilitatea cererii de bani în țările CEE, atunci când rolul sentimentelor este inclus în estimări. Determinanții tradiționali ai cererii de bani (PIB-ul real, rata dobânzii, rata inflației) sunt semnificativi și poartă semnul așteptat.

Elasticitatea în raport cu venitul a fost semnificativă și apropiată ca valoare de unitate, indicând o creștere aproape proporțională a cererii de bani, pe măsură ce nivelul veniturilor crește. Variabilele care cuantifică costul de oportunitate - rata dobânzii și rata inflației - au un coeficient negativ, dar cu o magnitudine relativ mică. A fost identificat un efect semnificativ de substituție a monedei naționale atunci când în ecuație au fost incluse cursurile de schimb bilaterale, față de euro sau USD. Cu toate acestea, după cum era de așteptat, din cauza faptului că șase din cele opt țări aparțin UE în anii supuși analizei, elasticitatea cererii de bani în raport cu fluctuațiile cursului de schimb dintre moneda internă și euro este mai ridicată. Rolul sentimentelor economice asupra cererii de bani a fost la rândul lui determinat ca fiind semnificativ. Coeficientul negativ al ESI indică faptul că o creștere a incertitudinii percepute - reflectată de o valoare sub medie a indicatorului ESI - determină o creștere a cererii de bani din motive de precauție.

Ca urmare a verificării robusteții modelelor estimate anterior, a fost confirmată validitatea modelelor de referință. Indiferent de proxy-ul utilizat pentru cursul de schimb, rezultatele au fost în concordanță cu modelele de bază. Singurul coeficient care își schimbă semnificația este cursul de schimb efectiv real, care - spre deosebire de modelele de referință - sugerează prezența efectului de bunăstare. Rezultatele nu diferă semnificativ nici când controlăm efectul crizei economice și financiare din perioada 2008-2010. Ținând cont de efectele crizei, observăm o scădere a cererii de bani în această perioadă, dar numai atunci când este inclus cursul de schimb față de euro sau USD. Acest rezultat este oarecum intuitiv, având în vedere că, în perioade de instabilitate ridicată și de risc, deținătorii de monedă vor alege să își direcționeze deținerile către active mai puțin volatile. În toate specificațiile, coeficientul sentimentului economic este semnificativ și sugerează existența motivului de precauție al deținerii de banii.

Cercetarea efectuată pe parcursul acestei teze a reprezentat o încercare de a oferi o perspectivă actualizată a factorilor determinanți ai cererii de bani, prin utilizarea informațiilor asupra evenimentelor economice reale care ar fi putut influența stabilitatea acesteia din perspectivă macroeconomică. În această etapă ar trebui menționate unele aspecte care au reprezentat limitări ale studiului nostru, pentru a îl delimita de lucrările anterioare sau ulterioare realizate pe acest subiect. Considerăm lipsa seriilor mari de date ca principalul nostru dezavantaj în aplicarea ipotezelor de lucru. De exemplu, o comparație între eșantionul țărilor candidate la zona euro și cel al țărilor candidate la UE ar fi putut oferi o perspectivă interesantă asupra amplitudinii

determinanților, atât în ceea ce privește integrarea monetară, cât și cea europeană. Dar lipsa datelor privind Indicatorul Sentimentului Economic pentru restul țărilor candidate la UE a limitat sfera de cercetare. În plus, schimbările care au avut loc în contextul integrării europene au diminuat rolul unor variabile, pentru care nu mai sunt disponibile serii de date, sau au crescut importanța altora prin punerea la dispoziție a datelor referitoare la noi variabile macroeconomice. Acest lucru limitează intervalul temporal, fie la punctul de plecare, fie la punctul final.

În cele din urmă, considerăm important să ne îndreptăm atenția asupra implicațiilor pe care le au rezultatele studiului nostru din perspectiva politicii monetare. Această lucrare a debutat prin stabilirea rolului pe care îl ocupă banii în contextul politicii monetare. Concluziile prezentate în analiza noastră indică o funcție stabilă a cererii de bani în țările din Europa Centrală și de Est, dacă luăm în considerare caracteristicile contextului economic regional actual. În analiza la nivel de țară (pentru unele țări) am identificat unele surse de instabilitate în funcția cererii de bani, surse care nu au putut fi surprinse empiric bazându-ne doar pe determinanții tradiționali considerați în literatură. Când atenția s-a îndreptat spre prezența efectului de substituție monetară în contextul integrării europene și spre percepțiile privind evoluția economică globală, rezultatele s-au schimbat. O funcție stabilă a cererii de bani a fost identificată atunci când rolul sentimentelor economice în perioada care precede aderarea la zona euro sau aderarea la UE a fost cuantificat empiric.

Din perspectiva politicii monetare, putem afirma că, dacă luăm în considerare incertitudinea percepută în aceste țări, funcția extinsă a cererii de bani poate oferi o explicație relativ bună pentru comportamentul banilor în acest eșantion de țări. Incorporarea percepțiilor indivizilor cu privire la evoluția viitoare a economiei și sentimentele lor legate de evoluția variabilelor economice agregate, în contextul integrării europene, poate crește fiabilitatea funcției cererii de bani. Astfel, autoritățile monetare pot utiliza informații suplimentare privind cererea de bani și pot anticipa fluctuațiile neașteptate ale cererii de bani, fluctuații care nu pot fi explicate prin factorii tradiționali. Rezultatele pe care le-am oferit în secțiunile empirice ale acestei lucrări conduc la o funcție predictibilă a cererii de bani pe termen lung, atunci când incertitudinea percepută este inclusă în estimări prin Indicatorul Sentimentului European. Relația de echilibru pe termen lung între cererea de bani și determinanții săi este legată, din perspectiva politicii, de întrebarea privind utilitatea cererii de bani în procesul de implementare a politicii monetare.

Dovezile prezentate sugerează că cererea de bani este o funcție previzibilă și, ca rezultat, poate constitui un instrument informativ util pentru implementarea politicii monetare.

În consecință, rolul banilor nu trebuie neglijat, ci reevaluat luând în considerare percepția consumatorilor și a investitorilor în ceea ce privește activitatea economică globală din cadrul Uniunii Europene. Scăderea incertitudinii privind traiectoria către integrare și momentul în care aceasta va avea loc, poate avea un efect favorabil asupra eficienței politicii monetare a Băncii Central Europene după finalizarea procesului de integrare.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

-selecție-

1. Apergis, N. (2015) 'Long-run estimates of money demand: new evidence from East Asian countries and the presence of structural breaks', *Applied Economics*, 47(31), pp. 3276–3291.
2. Arnold, I. J. M. and Roelands, S. (2010) 'The demand for euros', *Journal of Macroeconomics*. Elsevier Inc., 32(2), pp. 674–684.
3. Bahmani-Oskooee, M., Kutan, A. M. and Xi, D. (2013) 'The impact of economic and monetary uncertainty on the demand for money in emerging economies', *Applied Economics*, 45(23), pp. 3278–3287.
4. Bahmani, S. and Kutan, A. M. (2010) 'How stable is the demand for money in emerging economies?', *Applied Economics*, 42, pp. 3307–3318.
5. Baumol, W. J. (1952) 'The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach', *Oxford University Press*, 66(4), pp. 545–556.
6. Bischoff, C. W. and Belay, H. (2001) 'The Problem of Identification of the Money Demand Function', *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2), pp. 205–215.
7. Buch, C. M. (2001) 'Money demand in Hungary and Poland', *Applied Economics*, 33, pp. 989–999.
8. Caraianni, P. (2016) 'The role of money in DSGE models: A forecasting perspective', *Journal of Macroeconomics*. Elsevier Inc., 47, pp. 315–330.
9. Dreger, C., Reimers, H.-E. and Roffia, B. (2007) 'Long-Run Money Demand in the New EU Member States with Exchange Rate Effects', *Eastern European Economics*, 45(2), pp. 75–94.
10. Dreger, C. and Wolters, J. (2015) 'Unconventional monetary policy and money demand', *Journal of Macroeconomics*, 46, pp. 40–54.
11. Dumitru, I. (2002) 'Money Demand in Romania', *Munich Personal RePEc Archive*, (10629).
12. Durani, F. and Qureshi, I. (2016) 'A historical analysis of the theories of money', *International Journal of Business and Economic Development*, 4(1), pp. 71–84.
13. European Central Bank (2017) *The international role of the euro*, *European Central Bank Report*. doi: 10.1016/S0161-8938(02)00111-4.
14. Fidrmuc, J. (2009) 'Money demand and disinflation in selected CEECs during the accession to the EU', *Applied Economics*, 41(10), pp. 1259–1267.
15. Fisher, I. and Brown, H. G. (1912) *The Purchasing Power of Money. Its determination and relation to credit interest and cises*, *The Macmillan Company*. New-York.
16. Flash Eurobarometer, 453 (2017) *Introduction of the euro in the Member States that have not yet adopted the common currency*.
17. Foresti, P. and Napolitano, O. (2013) 'Modelling long-run money demand: a panel data analysis on nine developed economies', *Applied Financial Economics*, 23(22), pp. 1707–1719.
18. Foresti, P. and Napolitano, O. (2014) 'Money Demand in the Eurozone: Do Monetary Aggregates Matter?', 25(5), pp. 497–503.
19. Friedman, B. M. (1984) 'Money, credit and the interest rates in the business cycle', *NBER Working Paper Series*, (1482).

20. Friedman, M. (1987) 'Quantity Theory of Money', *In The new Palgrave: A dictionary of Economics*, edited by John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman, 4, pp. 3–20.
21. Gertler, M. and Karadi, P. (2011) 'A model of unconventional monetary policy', *Journal of Monetary Economics*. Elsevier, 58, pp. 17–34.
22. Goldfeld, S. M. (1982) 'Comment on: The Optimal Level of Monetary Aggregation', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 14(4), pp. 687–710.
23. Goux, J.-F. (2011) *Macroéconomie monétaire et financière. Théories, institutions, politiques*. 6e édition. Paris: Ed. Economica.
24. Guerron-Quintana, P. A. (2009) 'Money demand heterogeneity and the great moderation', *Journal of Monetary Economics*, 56(2), pp. 255–266.
25. Hardwick, P., Khan, B. and Langmead, J. (1994) *An Introduction to Modern Economics*. New-York: Longman Publishing.
26. Heer, B., Maußner, A. and McNelis, P. D. (2011) 'The money-age distribution: Empirical facts and the limits of three monetary models', *Journal of Macroeconomics*. Elsevier Inc., 33(3), pp. 390–405.
27. Hsieh, W.-J. and Hsing, Y. (2009) 'Tests of currency substitution, capital mobility and nonlinearity of Hungary's money demand function', *Applied Economics Letters*, 16, pp. 959–964.
28. Jawadi, F. and Sousa, R. M. (2013) 'Modelling money demand: Further evidence from an international comparison', *Applied Economics Letters*, 20(11), pp. 1052–1055.
29. Kao, C. and Chiang, M.-H. (2000) 'On the estimation and inference of a cointegrated regression in panel data', *American Journal of Mathematical and Management Sciences*, 15, pp. 179–222.
30. Keynes, J. M. (1970) *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru și a banilor (The General Theory of Employment, Interest and Money)*. București: Editura Științifică.
31. Keynes, J. M. (1973) *Teoria generală a folosirii mîinii de lucru și a banilor (The General Theory of Employment, Interest and Money)*. Edited by P. 2009. București.
32. Komarek, L. and Melecky, M. (2003) 'Currency Substitution in a Transitional Economy with an Application to the Czech Republic', *Eastern European Economics*, 41(4), pp. 72–99.
33. Kumar, S. (2011) 'Financial reforms and money demand: Evidence from 20 developing countries', *Economic Systems*, 35(3), pp. 323–334.
34. Leventakis, J. A. (1993) 'Modelling money demand in open economies over the modern floating rate period', *Applied Economics*, 25, pp. 1005–1012.
35. Lioui, A. and Poncet, P. (2012) 'On model ambiguity and money neutrality', *Journal of Macroeconomics*. Elsevier Inc., 34(4), pp. 1020–1033.
36. Mauleon, I. and Sarda, J. (1999) 'On the Empirical Specification of the European Demand for Money', *IAER*, 5(1), pp. 1–15.
37. McCallum, B. T. and Goodfriend, M. S. (1987) 'Money: theoretical analysis of the demand for money', *NBER Working Paper Series*, (2157).
38. Mishkin, F. S. (2012) *Macroeconomics. Policy and Practice*. Kendallville: Pearson Education Limited.
39. Neely, C. J. (2015) 'Unconventional monetary policy had large international effects', *Journal of Banking and Finance*. Elsevier B.V., 52, pp. 101–111.
40. Paniagua, P. (2016) 'The robust political economy of central banking and free banking', *Review of Austrian Economics*, 29(1), pp. 15–32.

41. Pedroni, P. (2000) 'Fully Modified OLS for Heterogeneous Cointegrated Panels', *Advances in Econometrics*, 15, pp. 93–130.
42. Pesaran, M. H., Shin, Y. and Smith, R. J. (2001) 'Bounds testing approaches to the analysis of level relationships', *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), pp. 289–326.
43. Phillips, P. C. B. and Moon, H. R. (1999) 'Linear Regression Limit Theory for Nonstationary Panel Data', *Econometrica*, 67(5), pp. 1057–1111.
44. Rezai, A. (2014) 'Cycles of demand and distribution and monetary policy in the U. S. economy', *Journal of Post Keynesian Economics*, 36(2), pp. 231–250.
45. Say, J.-B. (1880) *A Treatise on Political Economy; or the Production, Distribution, and Consumption of Wealth*. New America, Batoche Books. New America. Kitchener, Ontario.
46. Schabert, A. (2009) 'Money supply, macroeconomic stability, and the implementation of interest rate targets', *Journal of Macroeconomics*. Elsevier Inc., 31(2), pp. 333–344.
47. Selçuk, F. (2003) 'Currency substitution: new evidence from emerging economies', *Economic Letters*, 78(2), pp. 219–224.
48. Slavova, S. (2003) 'Money demand during hyperinflation and stabilization: Bulgaria, 1991 – 2000', *Applied Economics*, 35, pp. 1303–1316.
49. Sousa, R. M. (2014) 'Wealth, asset portfolio, money demand and policy rule', *Bulletin of Economic Research*, 66(1), pp. 95–111.
50. Stanley Jevons, W. (1875) *Money and the mechanism of exchange rate*. New York: D. Appleton and Co.
51. Taylor, J. B. (2016) 'Rethinking the International Monetary System', *Cato Journal*, 36(2 (Spring/Summer)), pp. 239–251.
52. Tobin, J. (1956) 'The Interest-Elasticity of Transactions Demand for Cash', *The Review of Economics and Statistics*, 38(3), pp. 241–247.
53. Walsh, C. E. (2010) *Monetary theory and policy*. Third Edit, *The MIT Press*. Third Edit. Cambridge Massachusetts.