



Oportunitatea aplicării instrumentelor de țintire a inflației în Republica Moldova

ANALIZA TENDINȚELOR PIEȚEI MONETARE ȘI A MECANISMELOR
DE TRANSMISIE MONETARĂ ASUPRA INFLAȚIEI



CUPRINS

Sumar Executiv	3
Introducere	4
Țintirea inflației ca politică antiinflaționistă în Republica Moldova	5
Condițiile necesare pentru țintirea inflației	6
Analiza determinantilor monetari ai inflației în Republica Moldova și a mecanismul de transmisie a politicii monetare.....	8
Analiza canalului de transmisie prin intermediul ratei dobânzii	12
Concluzii și recomandări	21
Riscuri și incertitudini.....	24
ANEXE	25
Bibliografie	27



SUMAR EXECUTIV

Republica Moldova are parte de o politică economică lipsită de succese semnificative. Unul din scopurile primordiale a decidenților de politici economice este asigurarea stabilității macroeconomice a țării, fapt ce poate fi efectuat prin intermediul aplicării anumitor instrumente de țintire a inflației. Studiul „Oportunitatea aplicării instrumentelor de țintire a inflației în Republica Moldova”, elaborat de către experții IDIS “Viitorul” prezintă o analiză a tendințelor pieței monetare și a mecanismelor de transmisie monetară asupra inflației. În contextul modificării prețurilor pe plan mondial, la rândul ei, autoritatea monetară din Republica Moldova va fi impusă să restructureze și să eficientizeze instrumentele și canalele de transmisie a politicii monetare. Astfel, acest studiu are ca scop studierea premiselor și condițiilor necesare pentru atingerea obiectivului de țintire a inflației, analiza și estimarea mecanismelor de transmisie a politicii monetare în Republica Moldova, fiind prezentate informații despre experiența internațională în procesul de trecere spre țintirea inflației, evidențiind aspectele ce țin de interacțiunea cu flexibilitatea cursului de schimb.

Un aspect important analizat în cadrul acestui studiu este analiza determinațiilor monetare ai inflației și mecanismul de transmisie a politicii monetare. Dimensiunea monetară este de cele mai multe ori asociată cu instrumentele și obiectivele autorității monetare. În cazul Republicii Moldova, analizăm agregatele monetare, mecanismul de transmisie a instrumentelor monetare.

Mecanismul de transmisie, prin intermediul ratei dobânzii, este practic inexistent din cauza dezvoltării insuficiente a sectorului bancar și a piețelor financiare. Relațiile băncilor comerciale cu titlurile financiare de stat și cele emise de autoritatea monetară amintesc mai mult de investiții pe termen scurt decât de mecanisme de control. Astfel, există o ruptură de sistem între politica monetară și piața interbancară. În aceste condiții, canalul de transmisie prin intermediul cursului valutar este cel mai recomandabil. Dar, pentru a fi siguri, ar fi necesar de evaluat reacțiile de răspuns a cursului de schimb asupra prețurilor de import, care mai apoi se vor propaga spre indicii producătorilor și în final, asupra inflației.

Slaba reacție a mecanismelor de transmisie este datorată, în special, excesului de lichiditate în economie, care nu poate fi sterilizată la ratele actuale ale dobânzii. Lipsa de profunzime a pieței monetare și infrastructura sa nedezvoltată slăbesc capacitatea de menținere a lichidităților și, în final, a inflației. După cum indică datele empirice, așteptarea inflaționistă este determinantul esențial al inflației în Republica Moldova. În aceste condiții, odată cu atingerea obiectivului de țintire a inflației, o restructurare a politicii monetare și ancorarea ei cu aceste așteptări este iminentă.

INTRODUCERE

Deși Republica Moldova numără 17 ani de istorie economică, lista succeselor de politică economică este destul de limitată. O problemă ce a persistat de-a lungul întregii perioade și în ultimul timp devine o prioritate primordială a decidenților de politici economice, pentru a asigura stabilitatea macroeconomică a țării, este inflația.

Republica Moldova nu a reușit să obțină succese remarcabile la acest capitol. Astfel, inflația în ultimii ani a crescut, în termeni reali, cu 200 %.

Tabel 1. IPC 2000 = 100

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
56,1	78,5	100	112,6	123,6	141,9	153,2	167,5	188,6	212,4

Problema devine și mai acută, dacă facem referință la faptul că din 2006 obiectivul Băncii Naționale a Moldovei (BNM) este stabilitatea prețurilor și renunțarea la menținerea cursului de schimb. Și, asta în condițiile în care leul moldovenesc se apreciază, iar prin esența lor, măsurile de menținere a stabilității prețurilor și de menținere a cursului de schimb sunt obiective mai mult de natură divergentă.

În contextul creșterii prețurilor mondiale la produsele energetice și agricole, autoritatea monetară din Moldova va fi impusă să restructureze și să eficientizeze instrumentele și canalele de transmisie a politicii monetare.

Existența unor studii efectuate în țările în tranziție¹ prezintă lupta împotriva inflației nu doar ca un fenomen ce ține exclusiv de datoria autorităților monetare, ci ca un fenomen care are componente ce țin de structura economiei. Respectiv, cunoașterea determinantilor inflației și căilor de propagare este esențială.

În acest context, scopul prezentului studiu este studierea premiselor și condițiilor necesare pentru atingerea obiectivului de țintire a inflației, analiza și estimarea mecanismelor de transmisie a politicii monetare în Republica Moldova.

Studiul prezintă informații despre experiența internațională în procesul de trecere spre țintirea inflației, evidențiind aspectele ce țin de interacțiunea cu flexibilitatea cursului de schimb. Sunt analizate condițiile necesare țintirii inflației, precum și instrumentele monetare utilizate în Republica Moldova.

De asemenea, au fost apreciate canalele de transmisie monetară a ratei dobânzii și cursului de schimb.

¹ Modalities of Moving to Inflation Targeting in Armenia and Georgia, IMF Working Paper, June 2007.
Determinants of Inflation in a Transition Economy: The case of Ukraine, IMF Working Paper, 2003.
Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The case of Russia, IMF Working Paper, 2005.



ȚINTIREA INFLAȚIEI CA POLITICĂ ANTIINFLAȚIONISTĂ ÎN REPUBLICA MOLDOVA

În prezent, politica monetară a țării poate fi calificată ca fiind una restrictivă. Până în 2006, obiectivul principal al politicii monetare era stabilitatea cursului de schimb. Această stabilitate a fost menținută artificial, prin cumpărări de valută de pe piața de profil.

Oficial, Republica Moldova menține un curs de schimb flotant. Conform obiectivelor acceptate în 2006, BNM menține stabilitatea prețurilor, dar, în același timp, efectuează aceleași măsuri de cumpărare a valutei. Despre acest fapt vorbește creșterea rezervelor în valută străină. Or, aceste acțiuni ar fi justificate în cazul existenței unor careva tendințe speculative pe care BNM ar dori să le anihileze. Dar, se pare că BNM, din raționamente probabil de ordin social, nu permite deocamdată libera flotare a cursului de schimb. Lipsa unor obiective clare ale autorității moldovenești în ceea ce privește lupta cu inflația în timpul unor presiuni de apreciere puternice, a cauzat dificultăți în implementarea politicilor monetare.

Conceptul de țintire a inflației constă în estimarea și anunțarea unui nivel al inflației, urmată de încercarea de a ghida inflația reală spre acel nivel anunțat. Raționamentul pornește de la întrebarea dacă BNM ar trebui să urmărească în același timp ca obiectiv și menținerea inflației, și menținerea cursului de schimb.

Pentru început, de remarcat faptul că este recomandabilă introducerea țintirii inflației atunci când banca centrală deja a redus inflația la un nivel apropiat de stabilitatea prețurilor, aceasta fiind mai mult o strategie care asigură o stabilitate a ratei inflației la un nivel redus.

O soluție în acest caz este stabilirea atât a unor ținte pe termen scurt, cât și a unor ținte pe termen lung. Ținta pe termen scurt trebuie să fie stabilită aproape de nivelul curent al inflației, astfel încât să fie ușor de atins, asigurându-se credibilitatea strategiei.

Abandonarea cursului de schimb ca ancoră antiinflaționistă în țările în tranziție a fost necesară și ca urmare a finalizării procesului de liberalizare a fluxurilor de capital.

Experiența internațională avertizează asupra faptului că, în condițiile de țintire a inflației, este important de avut un curs de schimb flexibil, necesar pentru a diminua presiunile asupra autorității monetare, în cazul intrărilor masive de capital străin (aprecierii monedei naționale).

Este adevărat că, într-o lume unde există o mobilitate deplină a capitalului, menținerea stabilității prețurilor nu e neapărat compatibilă cu menținerea cursului de schimb. Însă, Republica Moldova nu a ajuns încă să aibă o mobilitate deplină a capitalurilor. Astfel, un curs de schimb competitiv ar încuraja exporturile – pe termen lung. Acesta ar trebui să fie cel mai important obiectiv al țării (O scurtă analiză a modului cum reacționează exporturile la modificarea cursului vedeți în Anexa 1).

Pe de altă parte, literatura de specialitate sugerează o flexibilizare a cursului de schimb al monedei naționale, în calitate de condiție esențială pentru un regim de țintire a inflației. Astfel, problema dezechilibrului extern (deficitul de cont curent) a trecut în sarcina celorlalte politici economice, în special în sarcina politicii fiscale și salariale. În cazul Moldovei – o țară deschisă la șocurile ofertei provenite din exterior – în cazul unei flexibilități mai mari a cursului, inflația cauzată de aceste șocuri ar fi fost atenuată.

Experiența internațională în acest domeniu este variată și complexă. De exemplu, autoritățile chineze au ales să culeagă beneficii din menținerea cursului de schimb care favorizează exporturile.

CONDIȚIILE NECESARE PENTRU ȚINTIREA INFLAȚIEI

Obiectivul de menținere a prețurilor nu trebuie privit ca unicul și cel mai important scop al politicii monetare. Această afirmație, într-o oarecare măsură, este susținută și de următorul raționament: pentru a ținti inflația, autoritatea monetară a unei țări trebuie să țină cont de:

1. Eficiența instrumentelor de politică monetară în combaterea inflației.
2. Faptul că toate instrumentele de combatere a inflației sunt în mâinile autorității monetare.
3. Capacitatea de prognozare și modelare a inflației.

1. Prima condiție este una ce ține de eficiența politicii monetare. În cazul Moldovei, instrumentele monetare se rezumă la:

- Rata rezervelor obligatorii.
- Operațiuni REPO și CBN.
- Facilități overnight.
- Intervenții pe piața valutară.

De menționat faptul că practica internațională folosește o gamă mult mai largă și diversificată de instrumente monetare, atât directe, cât și indirecte.

Mai mult, Milton Fridman susținea că inflația este un fenomen monetar ce apare din cauza discrepanțelor dintre banii din economia țării și producerea de bunuri și servicii. Este posibil ca în cazul Moldovei această afirmație să fie parțial adevărată. Practica curentă demonstrează că mulți din determinanții monetari ai inflației nu au efectul scontat asupra inflației. În plus, ponderea importurilor și a prețurilor de consum este destul de mare.

Trebuie să se țină cont de eficiența instrumentelor monetare. Republica Moldova nu poate fi sigură de căile de transmisie a instrumentelor sale monetare.

Evoluțiile inflației în 2007 și în primul trimestru al anului 2008 susțin această idee. Nici majorarea rezervelor obligatorii, nici majorarea ratei de bază a BNM, nici convertirea datoriei de stat către BNM în HVS-uri (operațiune care constituie un instrument în plus de control al lichidităților), nu atenuează presiunile inflaționiste. De fapt, analiza empirică a datelor vorbește despre o influență nesemnificativă a rezervelor obligatorii și a ratelor dobânzii ale BNM asupra inflației (vezi Casetă 1).

2. Astfel, ajungem la cea de-a doua condiție pentru țintirea inflației. În cazul în care inflația este doar parțial de natură monetară, e firesc a presupune că nu toate instrumentele de combatere a inflației sunt la dispoziția BNM. Mai mult, țintirea inflației necesită o coordonare cu obiectivele fiscale ale țării. Or, în cazul Moldovei, când sunt de așteptat reforme structurale ale economiei, este inimaginabil de efectuat o politică restrictivă. Deși, conform datelor oficiale deficitul bugetar se încadrează în limitele negociate cu FMI, politica fiscală este una echilibrată. În acest caz, nu sunt necesare presiuni asupra inflației din partea statului.

Conchidem că autoritatea monetară nu deține toate pârghiile necesare stabilității prețurilor. Ultimele evoluții ale instrumentelor monetare, pe de o parte, și a prețurilor, pe de altă parte, demonstrează aceasta. Respectiv, desprindem că nu e recomandabil de a lăsa toată responsabilitatea pe seama autorității monetare. Soluția rezidă în colaborarea mai eficientă a tuturor deținătorilor și potențialilor deținători ai instrumentelor de politică monetară.



Discutabilă este eficiența instrumentelor monetare, atunci când șocurile inflaționiste vin din partea ofertei, fie din partea sectorului agricol (seceta din 2007), fie din străinătate (scumpirea consecutivă a produselor energetice). Moldova este o țară susceptibilă la asemenea riscuri. În acest caz, aprecierea ratei dobânzii (o dimensiune a politicii monetare) poate atenua șocurile externe din partea ofertei agregate, o politică monetară restrictivă fiind în măsură de a preveni un al doilea val de tendințe inflaționiste, în același timp diminuând așteptările inflaționiste ale populației (cel mai important determinant al inflației în Moldova). Același efect asupra inflației ar fi avut o politică mai flexibilă a cursului de schimb, care, în cazul Moldovei, va avea tendința de apreciere, din cauza tendințelor de creștere a influxului de capital străin. Raționamentul politic care stă în spatele flexibilității cursului de schimb ține de două dimensiuni:

- Dorința de menținere a competitivității prin rezistența la presiunile de apreciere a valutei naționale (aspect discutat anterior).
- Intenția de a menține veniturile din remitențe și economisirile în monedă la același nivel al puterii de cumpărare.

3. A treia condiție ce vizează componenta de modelare și prognoză a inflației a instrumentelor monetare și a mecanismului de transmisie nu se regăsește în cazul Republicii Moldova². Țintirea inflației este un proces ce se bazează pe valori de perspectivă și determinarea atât cantitativă, cât și temporală a mecanismelor de transmisie a instrumentelor monetare.

Altă constrângere importantă este independența, atât de jure cât și de facto, a Băncii Naționale a Moldovei, aceasta fiind o condiție primordială în țintirea inflației. Astfel, este necesar ca și în Moldova, pe lângă independența de jure a băncii centrale conferită prin Statutul BNM, să existe și un sprijin guvernamental în ceea ce privește prioritatea inflației ca obiectiv macroeconomic și coordonarea politicii fiscale a guvernului cu politica monetară.

De fapt, în Moldova există o comisie mixtă formată din reprezentanții guvernului și autorității monetare, care până acum a desfășurat mai multe activități, care urmăresc drept scop reducerea inflației:

- Convertirea datoriei Guvernului față de Banca Națională în hârtii de valoare de stat. Această inițiativă a fost formulată de experții IDIS viitorul în septembrie 2006 și a urmărit reducerea masei monetare din circulație.
- Trecerea conturilor Trezoreriei de la băncile comerciale la Banca Națională, lucru care a îmbunătățit semnificativ instrumentul de administrare a lichidităților
- Guvernul Moldovei își respectă angajamentul, prin care nu majorează deficitul bugetar.
- Majorarea rezervelor obligatorii ale băncilor comerciale, a dus la reducerea semnificativă a masei monetare în circulație

ANALIZA DETERMINANȚILOR MONETARI AI INFLAȚIEI ÎN REPUBLICA MOLDOVA ȘI A MECANISMUL DE TRANSMISIE A POLITICII MONETARE

Pentru a aborda fenomenul inflației, în primul rând trebuie să ne referim la specificul și determinanții inflației în Republica Moldova. Această parte a studiului conține analiza exhaustivă a dimensiunii monetare a inflației.

Amintim că dimensiunea monetară este asociată cu instrumentele și obiectivele autorității monetare. În cazul Republicii Moldova, vom analiza agregatele monetare și mecanismul de transmisie a instrumentelor monetare.

Pe parcursul ultimilor ani, agregatele monetare au cunoscut o evoluție spectaculoasă, în termeni nominali, care continuă să crească (Figura 1 și 2).

Agregatul monetar M0, în termeni nominali, crește în medie cu 25,6 % anual; M1 – cu 29,8 % anual; M2 – cu 34 % anual și M3 – cu 39,8 % anual. Creșterea IPC avansează creșterea agregatelor monetare. După cum se poate observa analizând tabelele prezentate, masa monetară a ajuns la limita de 27.820 mln. de lei, față de 19.558 mln. de lei, anul precedent, înregistrând o creștere de 42%.

Ritmul de creștere a masei monetare în circulație este mai accelerat ca al PIB-ului, indicând faptul că economia națională asimilează cu dificultăți influxul de masă monetară. Circulația banilor în economie scade, provocând așa-numitul fenomen de „expansiune ne-productivă a datoriei”.

Fig. 1 Evoluția agregatelor monetare

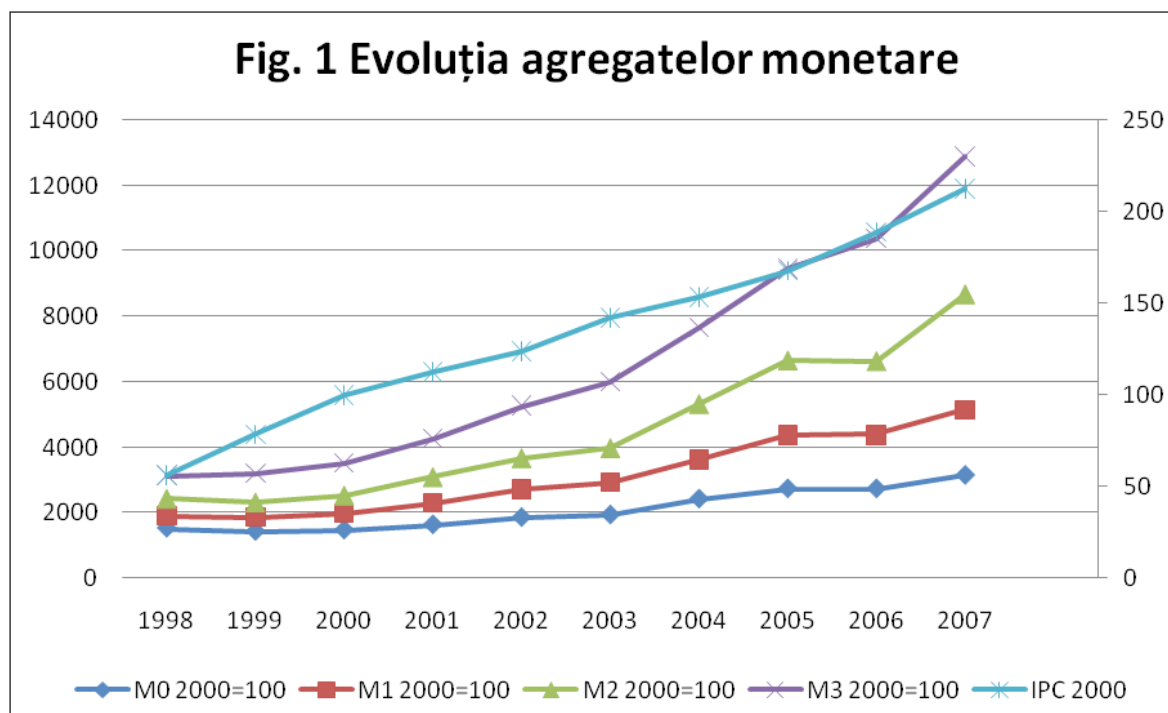
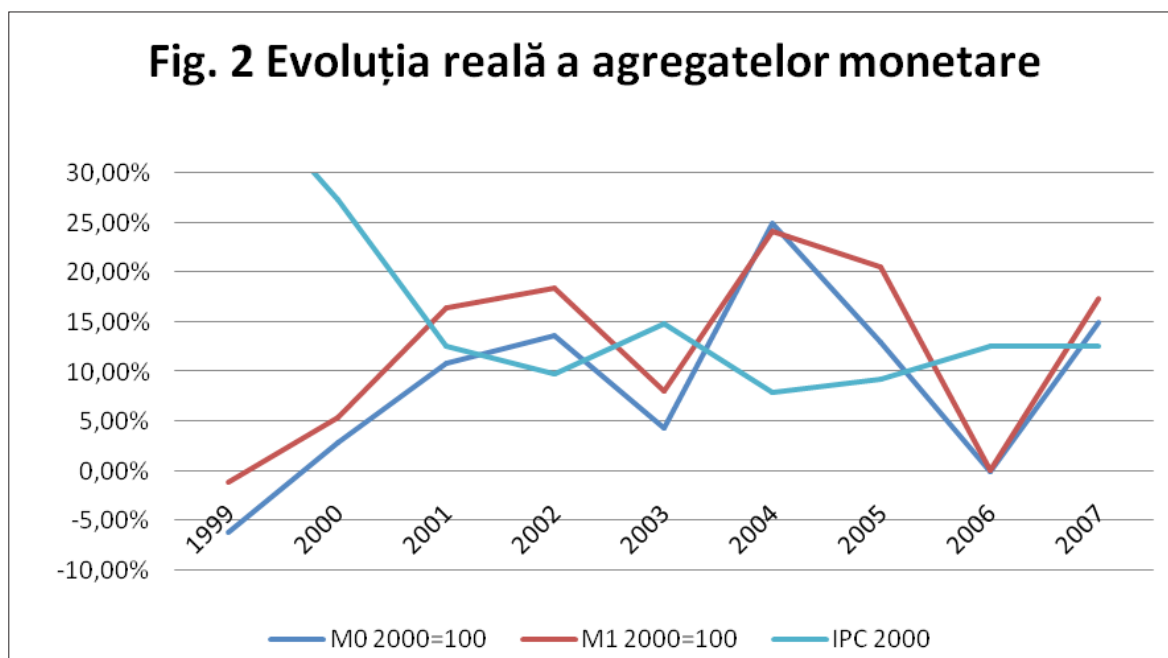




Fig. 2 Evoluția reală a agregatelor monetare



În termeni reali, ritmul de creștere a acestor indicatori nu prezintă vreo legătură (Figura 2). Având ca bază anul 2000, aceeași indicatori au următoarele evoluții: M0 crește cu 8,7 % anual; M1 – cu 12,6%; M2 – cu 16 % anual și M3 cu 17,3 % anual. Datele privind evoluția acestor indicatori sunt expuse în Anexa 2.

Agregatele monetare reprezintă sectorul bancar și mecanismul de creare, stocare și transmisie a banilor. În ciuda unor creșteri formidabile în ultimii 15 ani, sistemul bancar din Republica Moldova este încă slab dezvoltat. Expansiunea creditului crește în mediu cu 35% în ultimii 5 ani, dar totuși e devansată de cea a țărilor vecine, ajungând la doar 30 la sută din PIB³.

Gradul de suficiență a capitalului (aproximativ 26 % din totalul sistemului bancar) relevă ineficiența cu care sunt folosite lichiditățile, precum și constrângerea majoră în calea creditării sectorului real.

Astfel, putem concluziona că agregatele monetare nu ar trebui să influențeze pe termen lung evoluția prețurilor. Aceeași constatare rezultă din analiza monetizării economiei, care sugerează faptul că în Moldova sunt puțini bani în circulație. Monetizarea economiei reprezintă doar 50 % la sută din PIB (în țările Europei Centrale și de Est variază între 60% și 70% din PIB). De menționat faptul că în practica internațională majoritatea lichidităților sectorului real îmbracă forma banilor scripturali, pe când în Moldova este invers.

Masa monetară în Republica Moldova este influențată de obiectivele și specificul pieței monetar-valutare. Instrumentele de politică monetară influențează masa monetară și, respectiv, agregatele monetare.

Cea mai mare provocare a pieței monetare este gestionarea fluxului valutei străine, provenit în mare parte din remitențe (aproape 35 % din PIB) și Fluxul de Investiții Străine Directe (în jur de 10 % din PIB). Aceste influxuri au contribuit la creșterea presiunilor de apreciere și, în același timp, la pomparea de lichidități pe piață.

Stimularea creșterii economice prin intermediul unor rate joase ale dobânzii contravine esenței combaterii inflației. De aceea, de-a lungul timpului, acțiunile BNM au fost de multe ori confuze. Fluctuația ratelor la titlurile financiare și a operațiunilor overnight, în scopul atenuării presiunilor negative, este destul de ambiguă. Banca Națională a Moldovei folosește un „coridor” pentru a menaja lichiditățile din sistem. El constă din rata la depoziti-

3 Datele sunt preluate de pe pagina oficială a BNM, www.bnm.md.

tele overnight de 2 % și CBN-uri cu scadența în 7 zile la o rată a dobânzii de 16 %. Evident, acest „coridor” marchează o discrepanță destul de mare pentru atragerea efectivă a lichidităților din sistem și nu poate fi folosit eficient. Mai mult, la asemenea rate excesul de lichiditate în valută străină creează dificultăți și costuri asociate sterilizării.

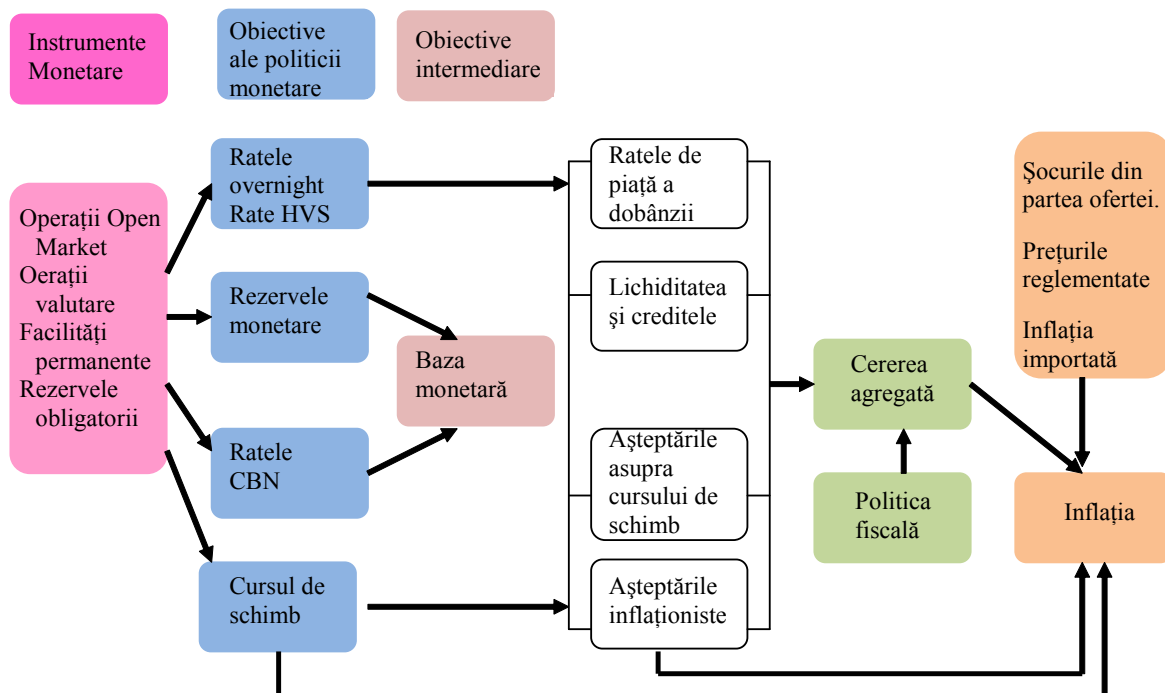
Mărimea pieței financiare în Republica Moldova nu ajută autoritatea monetară în vederea direcționării lichidităților spre careva titluri financiare și, în acest caz, este greu de operat vreun mecanism de transmisie a politicii monetare.

Desprindem că principalele instrumente monetare utilizate actualmente în Republica Moldova sunt:

- Operațiunile Open Market, ce sunt dominate de tranzacțiile cu CBN-uri. Ultimele sunt folosite și la sterilizarea lichidităților.
- Vânzările de Certificate ale BNM. Pe parcursul anului 2007, au fost vândute certificate în valoare de aproximativ 27000 mil. lei sau 50 % din PIB, pe când soldul mediu zilnic este aproximativ 1300 mil. lei⁴, rata medie fiind de 14,17 la sută anual. Această evoluție a acestui instrument este impulsionată de dorința BNM de a scoate lichiditatea excesivă din sistem.
- Acceptarea de depozite, ca instrument al politicii monetare, a fost neînsemnat, mai puțin de 1000 mil. Lei, termenul mediu fiind de 69 de zile⁴.
- Facilitățile permanente sunt prezente prin prisma depozitelor și creditelor overnight.
- Operațiunile overnight au fost dominate de depozitele overnight, care au avut o valoare aproximativ egală cu 10300 mil. lei⁴ sau 18 % din PIB. Soldul mediu zilnic constituie 52,8 mil. lei⁴. Creditele overnight nu sunt folosite din cauza excesului de lichiditate.
- Rezervele obligatorii au atins nivelul de 2000 mil. Lei⁴ și reprezintă un instrument direct al politicii monetare, fiindcă influențează direct baza monetară. Acest instrument este rar utilizat de către autoritățile monetare ale altor state, din cauza constrângerii imediate a creditelor acordate economiei.

Mecanismul și instrumentele monetare în Republica Moldova pot fi sintetizate prin următoarea schemă.

Schemă: Mecanismul de transmisie a politicii monetare în Moldova.





Analizând schema, observăm că Banca Națională, prin dirijarea instrumentelor sale monetare, influențează pozițiile de lichiditate a băncilor și, respectiv, conturile curente deținute la banca centrală. Operațiunile BNM ce vizează ratele rezervelor obligatorii și sterilizările influențează direct baza monetară. La rândul lor, baza monetară, rata overnight, și cursul de schimb influențează pe termen lung ratele dobânzilor, inflația și așteptările asupra cursului valutar, masei monetare în sens larg și creditele private.

Acest grup de variabile influențează cererea agregată în Republica Moldova. În final, inflația este influențată de cererea agregată, impulsurile din partea prețurilor importate, a prețurilor reglementate și ofertei prea mici în comparație cu necesitățile țării.

Mecanismul de transmisie include trei canale: canalul creditului, canalul cursului valutar și canalul așteptărilor inflaționiste.

Canalul averii nu este funcțional în cadrul mecanismului de transmisie în țara noastră, deoarece piața valorilor mobiliare este puțin dezvoltată și doar sistemul bancar și Ministerul Finanțelor beneficiază de o credibilitate suficientă pentru emisiunea și plasarea valorilor mobiliare pe piața de capital, iar agenții economici și populația sunt participanți relativ pasivi în tranzacțiile cu valori mobiliare. Astfel, în lipsa unei piețe de capital suficient dezvoltate, economiile populației nu pot fi prezentate altfel decât sub forma depozitelor plasate în sistemul bancar și deținerea bunurilor reale.

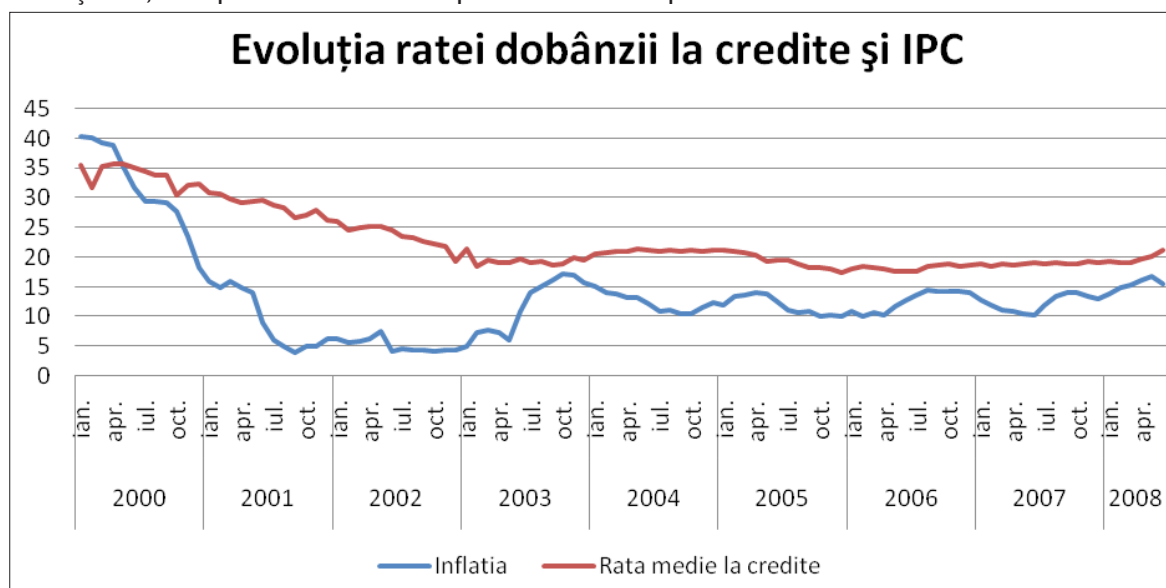
ANALIZA CANALULUI DE TRANSMISIE PRIN INTERMEDIUL RATEI DOBÂNZII

În Republica Moldova, procesul de formare a mecanismului de transmisie a politicii monetare a debutat în perioada 1993–1995, ca rezultat al introducerii monedei naționale – leul moldovenesc – și adoptării Legii cu privire la Banca Națională a Moldovei în care a fost stabilit obiectivul de bază al politicii monetare a BNM – stabilitatea monedei naționale, precum și funcțiile și responsabilitățile BNM privind atingerea acestui obiectiv. În perioada 1993–1997 au fost puse bazele mecanismului de transmisie a efectelor politicii monetare și, prin contribuția BNM, a fost creat un cadru favorabil de transmitere a impulsurilor monetare economiei reale. Acest fapt este confirmat prin atingerea în 1997 a ratei reale de creștere economică de 1,6%. Însă, criza financiară din 1998–1999 a distrus toate legăturile existente la acel moment în cadrul mecanismului de transmisie a politicii monetare, deplăsând restabilirea funcționalității acestuia până în perioada 2001–2006.

În această ordine de idei, pentru Republica Moldova este vital de a face un studiu empiric asupra mecanismelor de transmisie a politicii monetare. Respectivul studiu va permite abordarea obiectivelor operaționale de țintire a inflației. Experiența internațională în domeniu este împărțită. Unele țări în tranziție aleg cursul de schimb sau careva agregate monetare mai înguste în procesul de adopție a țintirii inflației. Altele, în special țările dezvoltate și cu tradiție în asemenea procese, folosesc ca obiectiv operațional rata de bază a dobânzii.

În Moldova nu există o dependență între rata de bază a dobânzii și nivelul prețurilor (doar în 2008, conform politicii monetare a BNM, se preconizează unele măsuri de corelare a ratei de bază cu celelalte rate din sistemul monetar). Considerăm inoportun de a folosi rata de bază a dobânzii ca obiectiv intermediar, fapt ce se datorează fragilității sistemului bancar și nivelului redus al intermedierei financiare.

Acest fapt se poate de observat și analizând evoluțiile ratei dobânzii la credite acordate și IPC, comparativ cu luna respectivă a anului precedent.



Deși la începutul evoluției se observă careva corelații, uneori întârziate(lag), atunci la sfârșitul perioadei analizate aceste fragile corelații dispar în totalitate. Această concluzie contravine cu părerea unor autori ce au subliniat existența unei legături întârziate între aceste variabile.



Piața monetară este compusă practic din 3 segmente: Hârtiile de Valoare de Stat, Certificatele Băncii Centrale și piața interbancară. Constrângeri majore în dezvoltarea sistemului bancar, în contextul obiectivului de țintire a inflației, prezintă lipsa pieței secundare a hârtiilor valorilor mobiliare emise de stat și autoritatea monetară. Aceasta ar permite fluidizarea și controlul lichidităților. Valoarea medie lunară a tranzacțiilor cu HVS-uri este de 180 mil. lei. Intermedierea financiară are o valoare medie lunară de 1.5 mld. lei, fiind dominată de operațiunile overnight și CBN-uri cu scadența de 14 zile. Operațiunile de sterilizare au cea mai mare valoare – 2 mld. lei. Problema esențială constă în faptul că toate aceste instrumente, datorită lichidității sporite, sunt folosite mai mult ca investiții pe termen scurt. Astfel, rata de bază nu poate influența într-un mod efectiv celelalte instrumente de politică monetară.

O primă concluzie este că cel mai potrivit obiectiv operațional, în primă instanță, este țintirea agregatelor monetare (în cazul în care se va găsi o relație strânsă între instrumentele folosite de BNM, agregatele monetare și, în final, inflație).

Deși țintirea inflației susține implicit existența canalelor de transmisie monetară, fie prin intermediul schimbărilor în masa monetară, fie prin intermediul schimbărilor în rata nominală a dobânzii pe timp scurt, care la rândul său ar trebui să influențeze ratele de piață ale dobânzii pe termen lung, ceea ce într-un final are impact asupra cererii agregate și inflației.

În ultima perioadă, canalul ratei dobânzii de transmisie a politicii monetare este din ce în ce mai pus în discuție, deși e încă destul de ineficient, dată fiind ponderea foarte ridicată a creditelor în valută din totalul creditelor din economie (grad ridicat de dolarizare/euroizare). De asemenea, canalul ratei dobânzii de transmisie a politicii monetare este obturat și de poziția de debitor net al BNR față de sistemul bancar, dat fiind excesul structural de lichiditate existent în piața monetară, pe care BNM trebuie să îl sterilizeze.

Caseta 1 oferă o analiză empirică a mecanismului de transmisie prin rata dobânzii în Republica Moldova.

Caseta 1

Ținând cont de caracterul endogen al datelor ce țin de ratele dobânzii, în comparație cu studiile făcute de experții FMI, am optat pentru o metodologie bazată pe analiza vectorilor de cointegrare. Toate datele sunt serii lunare începând cu anul 2000, până în 2008:06. Menționăm că testele multivariate asupra termenilor reziduali ai acestor abordări sunt în general satisfăcătoare, analiza lor fiind voluminoasă nu le-am inclus în materialul dat. De asemenea, inversele rădăcinilor caracteristice ale matricei coeficienților estimați se situează în interiorul cercului de rază unitară.

Pentru a testa canalul de transmisie a ratei dobânzii, conform metodologiei și recomandărilor experților FMI, se vor parcurge 3 pași.

Se presupune că în primă fază o modificare a ratelor de bază a Băncii Naționale vor modifica ratele dobânzii pe piața interbancară, inclusiv la CBN-uri și HVS-uri, de pe termen scurt, pe timp mai lung, pentru ca apoi prin mecanismul de transmisie aceste modificări se vor regăsi în ratele comerciale ale dobânzilor băncilor comerciale. În fază finală, se vor modifica cererea agregată și, respectiv, nivelul inflației.

Au fost folosite următoarele ecuații:

Pasul întâi. Influența asupra ratelor dobânzii interbancare.

$$i^{bază} \rightarrow i^{interbancar}$$

Pasul doi. Influența asupra ratelor dobânzii comerciale.

$$i^{interbancar} \rightarrow i$$

Pasul trei. Influența asupra inflației.

$$i \rightarrow p,$$

Unde:

$i^{interbancar}$ – rata dobânzii interbancară,

i^{baza} – rata de bază a BNM,

i – rata dobânzii la băncile comerciale,

p – inflația,

Rezultatele estimării:

	După 3 luni	După 6 luni	După 12 luni	După 24 luni
Rata dobânzii pe piața interbancară	0,63	0,50	0,32	0,13

În primă fază a transmisiei, după așteptări, se observă o reacție a mecanismului de transmisie la modificarea ratelor BNM. Valoarea de 63 % a penetrării mecanismului de transmisie în primele trei luni, pentru perioada analizată, este destul de bună în condițiile în care se află Republica Moldova. În piețe monetare mai dezvoltate acest indicator fiind mai aproape de unu. Oricum după o reacție destul de bună, după perioada de trei luni, efectul asupra ratelor interbancare se diminuează, ajungând în timp la o medie de 30–40% anuală din impulsul survenit de la ratele de bază (vezi graficul de mai jos). Fapt ce indică ineficiența politicii monetare, datorată în special surplusului de lichidități, dublat de situația neeficientă a politicii monetare.



Response of INTER to Cholesky
One S.D. BAZA Innovation

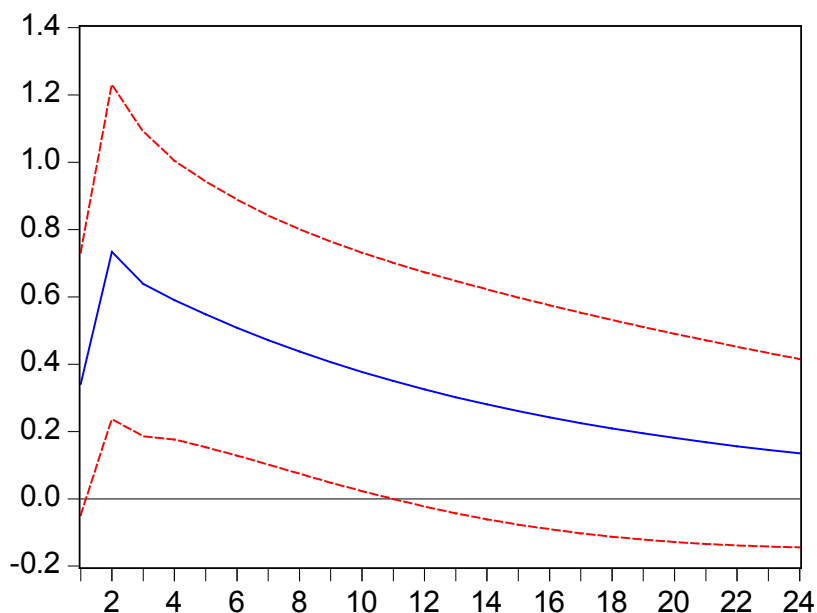
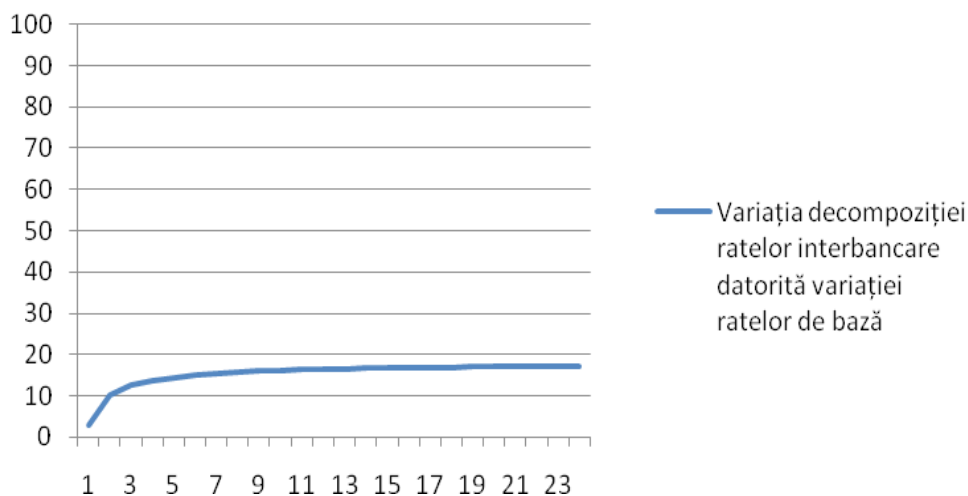


Figura de mai sus ilustrează că în timp ratele interbancare, din cauza lichidităților disponibile nu răspund eficient la acțiunile operate de către BNM. Astfel, per total mecanismul nu este eficient.

Deja în 6 luni la o modificare cu un procent a ratei de bază, modificarea ratelor interbancare va fi de 0,5 procente, în 12 luni de doar 0,32, iar în 24 de luni de 0,13 procente.

Pe parcursul ultimilor 5–7 ani, băncile moldovenești au avut un exces de lichiditate cu rate⁵ cuprinse între 45–60; cele mai lichide active au fost numerarul și echivalentele sale. O parte din numerar este de precauție, deținut pentru a face față unui număr mare de tranzacții cu numerar și pentru a face față riscurilor bancare, dar și pentru că nu există o competiție între băncile comerciale din Moldova (practic, situație oligopolistă).

Descompunerea variației ratelor interbancare datorită variației ratelor de bază



Ratele dobânzilor au fost semnificativ negative sau la un nivel foarte mic, în termeni reali, în majoritatea timpului analizat. Figura 3 arată evoluția negativă a ratelor dobânzii la

5 Lichiditatea este percepută ca raport dintre activele lichide și totalul de depozite.

credite și depozite în variabile reale și a ratei de bază a BNM.

În mod normal, la aceste rate ale dobânzii operațiunile de sterilizare au fost ineficiente pentru atragerea lichidităților din sistem. Toate acestea, cumulate cu operațiunile confuze ale autorității monetare, au dus la faptul că nu există vreo conexiune între politica monetară și piața interbancară.

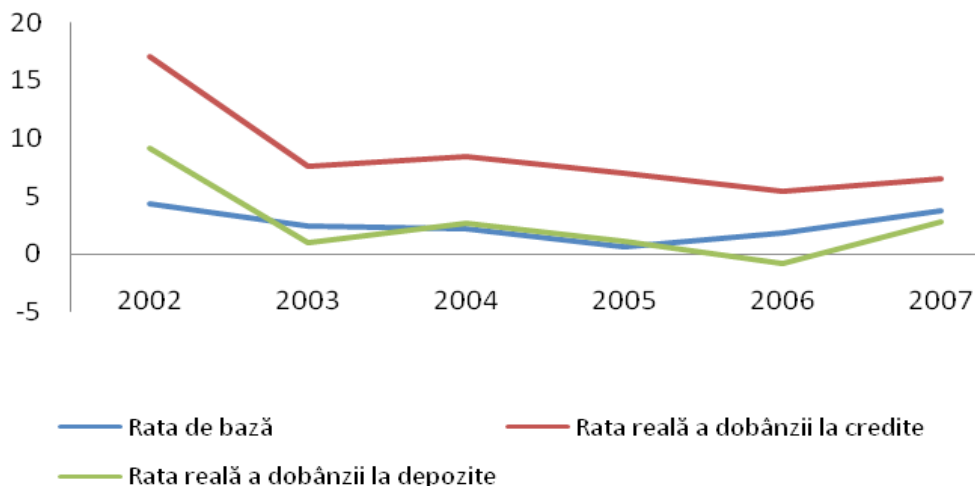


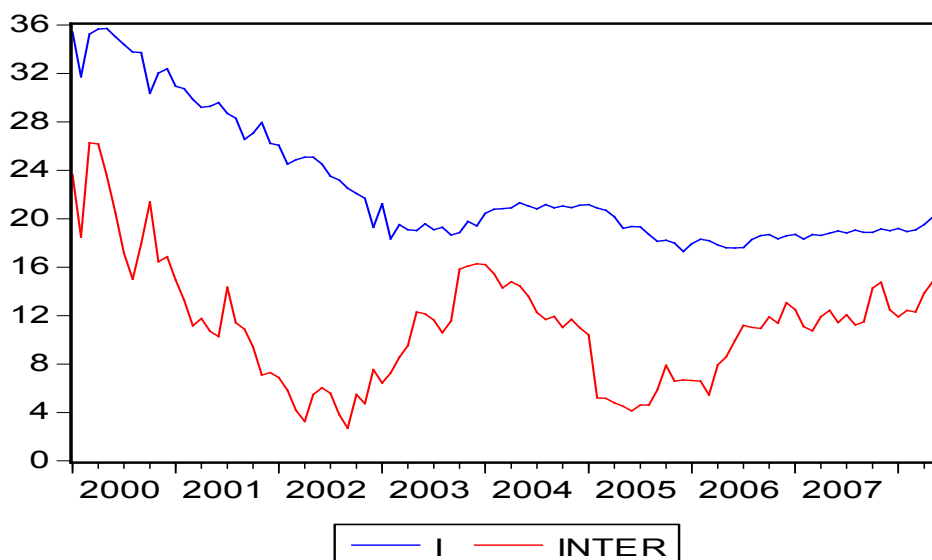
Figura 3. Evoluția ratelor dobânzilor în termeni reali

A doua fază înregistrează rezultate mai modeste. Confirmând analiza vizuală a graficului de mai jos, mecanismul de transmisie la o modificare a ratelor interbancare spre ratele dobânzii la credite este de 0,25% în 3 luni, 0,35% în 6 luni și de 0,39 % în 12 luni.

	După 3 luni	După 6 luni	După 12 luni
Rata dobânzii la creditele bancare	0,25	0,35	0,39

Acest rezultat pare surprinzător știind nivelul de dezvoltare a pieței interbancare, dar explicația poate sta în faptul că ușurința sau rata la care ele pot să-și procure disponibilitățile bănești influențează o ratele dobânzii afișate la credite.

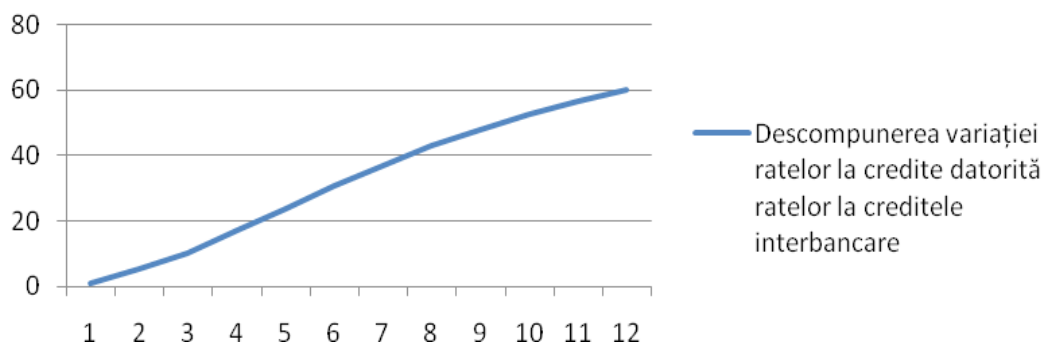
Evoluția vizuală a acestor serii de date nu exclude o careva influență a ratelor interbancare asupra ratelor comerciale, ba chiar până în 2002 evoluția lor era în același sens.





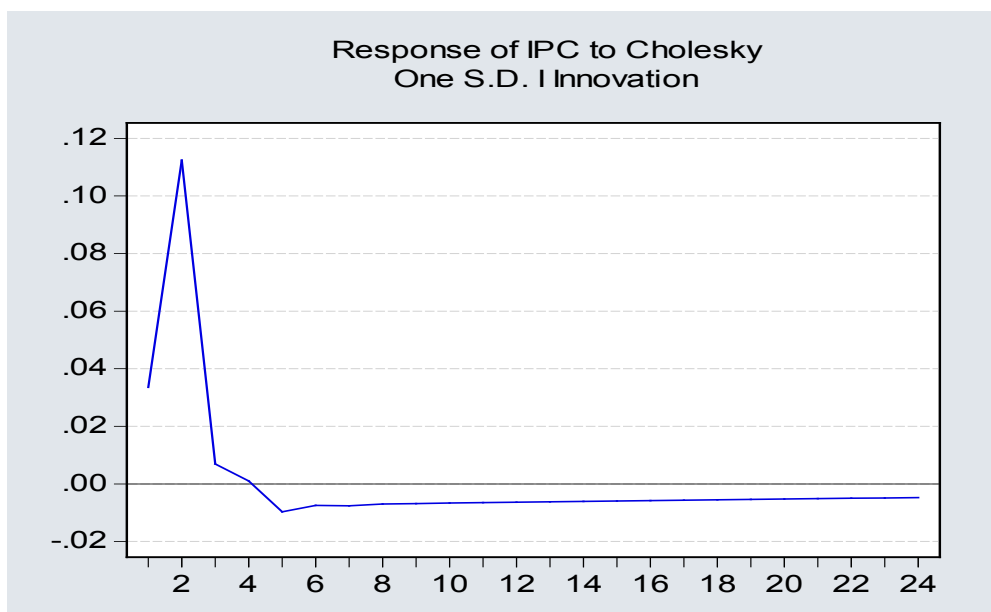
Astfel, conform rezultatelor empirice ratele interbancare au o influență asupra ratelor la creditele acordate. Scăderea ratelor la creditele interbancare ar trebui să scadă și ratele la creditele acordate. Decompoziția variației în acest caz este și mai îndrăzneță, rezultând că în mediu pe an 21 % din variația ratelor dobânzii la credite se datorează ratelor interbancare.

Descompunerea variației ratelor la credite datorită ratelor la creditele interbancare



Cea de a treia fază demonstrează că la modificarea ratelor dobânzii la credite cu un procent, inflația va crește până la 0,11 %, stabilizându-se la după 3 luni la 0,007 %. Ca mai apoi, să scadă până la 0,006 % după 12 luni. Este de menționat faptul că scăderea inflației la un impuls în sensul creșterii ratelor comerciale de creditare, este în conformitate cu logica economică. Problema cea mai gravă este că această influență este extrem de nesemnificativă.

	După 3 luni	După 6 luni	După 12 luni
Indicele Prețurilor de Cumpărare	0,007	-0,007	-0,006



Descompunerea variației IPC în cauza ratelor dobânzii comerciale este în medie de 1,5 %.

Concluzia ar fi că acest canal de transmisie nu este funcțional. Mai mult, este discutabilă natura monetară a inflației în Republica Moldova și influența politicilor monetare asupra procesului inflaționist. Deși, în multe țări care au abordat țintirea inflației anume astfel de mecanism este foarte eficient. Ar fi recomandabil de dezvoltat acest mecanism, mai ales în situația în care se confirmă existența unei legături între ratele interbancare și cele comerciale.

Urmând și concluziile altor studii, atenționăm că așteptările inflaționiste sunt cele mai determinante. Ele sunt factorul cel mai important la propagarea inflației. Deci, în schema prezentată a mecanismului de transmisie în Republica Moldova, conform estimărilor făcute, cel mai important rol îl are așteptarea inflaționistă.

Renunțarea la canalul de transmisie a ratei dobânzii este susținută și de următorul fapt: creșterea prețurilor internaționale la petrol și produsele agricole va stimula inflația importată, iar rata dobânzii nu poate fi privită ca un instrument care ar putea avea influența asupra acestui fenomen. Mai mult, în cazul în care BNM, ca răspuns la creșterea prețurilor, va mări rata dobânzii sau rezervele obligatorii, atunci există riscul de obstrucționare a cererii agregate, atunci când inflația va fi generată de bunurile și serviciile importate sau/și creșterea influxurilor de capital străin.

Canalul de transmisie prin intermediul cursului valutar a funcționat în special după 1998, când în rezultatul intervențiilor BNM a fost mărită baza monetară și au fost reduse presiunile asupra cursului de schimb. Transferurile remitenților sunt sursa principală a majorării rezervelor bancare și asigură toate celelalte operațiuni ale sistemului bancar. În urma măririi bazei monetare, se accelerează procesul de multiplicare a ofertei monetare, prin intermediul creditelor acordate economiei.

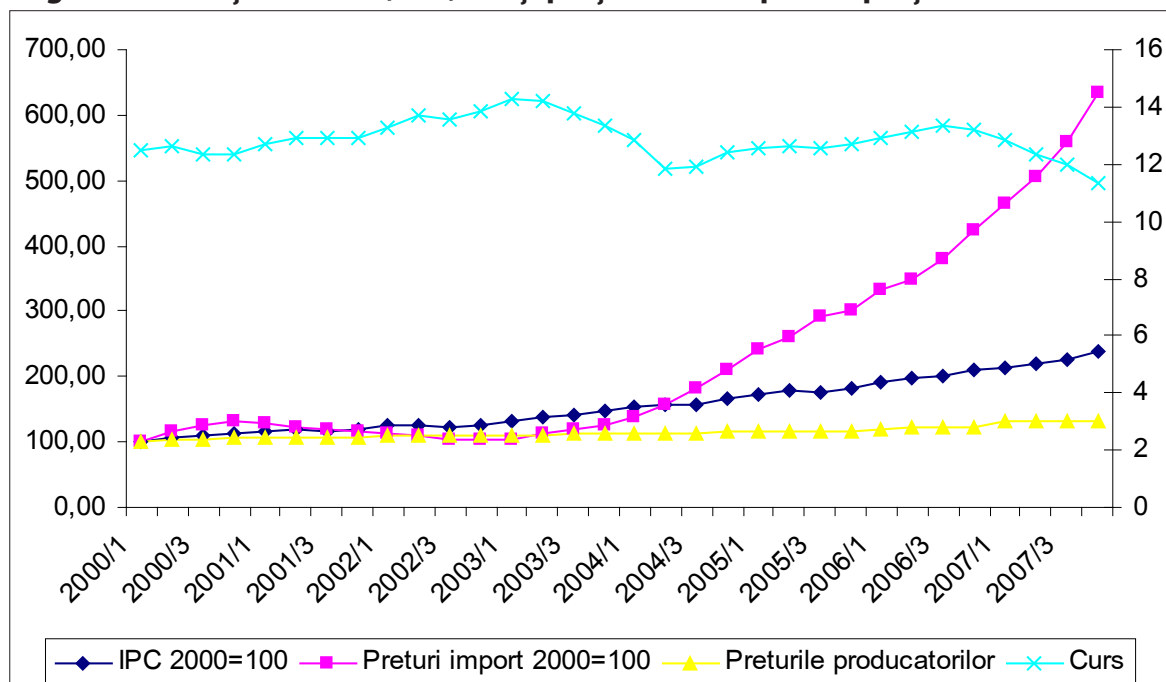
În ceea ce privește identificarea influenței cursului de schimb asupra inflației, atestăm două abordări.

Prima abordare presupune următoarele relații:

CURSUL DE SCHIMB → PREȚURILE LA IMPORT → PREȚURILE PRODUCĂTORILOR → PREȚURILE DE CONSUM.

Evoluția acestor indicatori este redată în Figura 4.

Figura 4. Evoluția cursului, CPI, IPP și prețurilor la import în prețurile anului 2000.

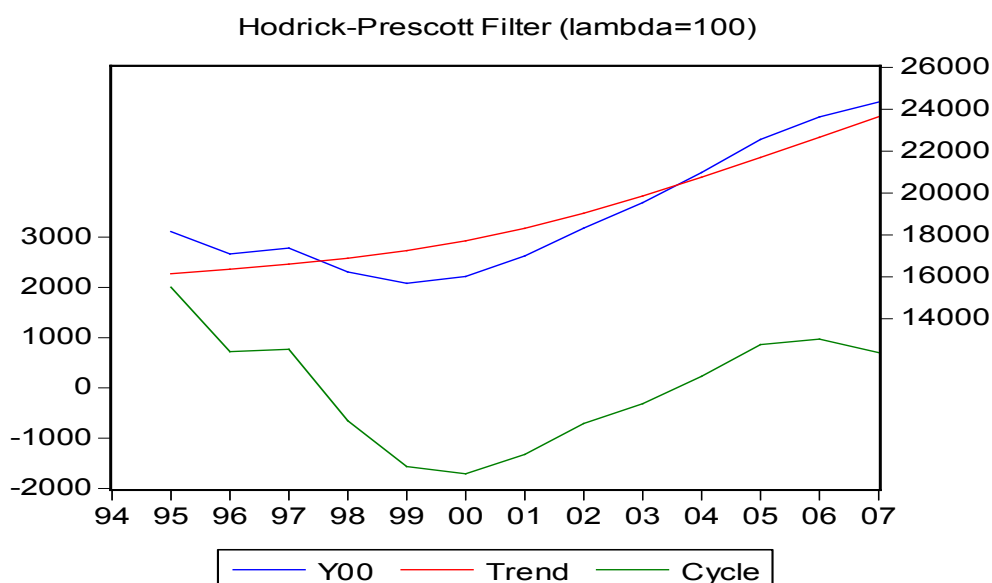


La examinarea acestei figuri, nu putem depista careva relații dintre acești indicatori. Se poate afirma cu certitudine că prețurile producătorilor evoluează în aceeași direcție cu prețurile consumatorilor, dar într-o măsură mai mare. În schimb, în ceea ce privește evoluția prețurilor la produsele importate (calculate ca indici unitari conform datelor BNM), atestăm o slabă transmisie a lor asupra consumatorilor finali.

Desprindem că prețurile de import și cursul au un mecanism slab de transmisie asupra prețurilor finale în Republica Moldova. Dar, pentru o mai bună înțelegere, este nevoie de efectuat un model VAR de stabilire a legăturilor.

A doua abordare a problemei include o ecuație de regresie, prin care se încearcă estimarea influenței cursului de schimb și a presiunilor din partea ofertei agregate, prin intermediul PIB-ului potențial.

Au fost folosite date anuale, începând cu 1998, transformate în baza anului 2000. Output Gap-ul a fost calculat ca diferență între PIB potențial (trend) și PIB real (Y00). La calcularea PIB potențial, din lipsa de date lunare, au fost preluate datele anuale și modificate cu ajutorul filtrului Hodrick-Prescott.



În graficul de mai sus se observă clar faptul că PIB-ul real este mai mare decât cel potențial.

Pentru a determina influența cursului de schimb asupra inflației, s-a folosit următoarea ecuație, ce pune în evidență influența modificării cursului de schimb, modificarea output gap-ului și a așteptărilor inflaționiste:

$$\log(IPC) = a_0 + a_1 \log(E/E_{-1}) + a_2 \log(GAP_{-1}) + a_3 \log(IPC_{-1}) + e_t$$

Unde:

IPC - Indicele Prețurilor de Consum, calculat în anul de bază 2000.

E/E_{-1} - Raport ce identifică modificarea cursului de schimb.

GAP - Output Gap, calculat ca diferență dintre PIB potențial și PIB real, folosind filtrul Hodrick-Prescott.

După estimarea econometrică a ecuației, s-au obținut următoarele rezultate:

$$\log(IPC) = 0.5 + 0.3 \log(E/E_{-1}) + 0.5 \log(GAP_{-1}) + 0.9 \log(IPC_{-1}) + 0.4 \text{ dummy}_{2000} - 0.1 \text{ dummy}_{08}$$

Rezultatele empirice confirmă reflecțiile anterioare asupra mecanismului de transmisie prin intermediul cursului de schimb. Ca și în iterațiile anterioare, așteptările inflaționiste sunt esențiale în ceea ce privește determinarea creșterii prețurilor. Astfel, modificarea așteptărilor inflaționiste va fi transpusă imediat în creșterea prețurilor.

Influența modificării cursului de schimb asupra inflației este mai mare decât în cazul canalului de transmisie prin rata dobânzii. Modificarea cu un 1% a cursului de schimb va determina modificarea cu 0,32 % a inflației.

Influența Output Gap-ului are o influență pozitivă asupra inflației. Atunci când diferența dintre PIB real și cel potențial crește, inflația se va majora. În cazul nostru, modificarea cu un procent a Output Gap-ului va modifica cu 0,51 % inflația. Menționez că Output Gap-ul surprinde și mișcările ce intervin în piața muncii.

Respectiv, modificarea cursului de schimb influențează inflația, dar nu prin intermediul prețurilor la import, ci mai degrabă prin puterea de cumpărare a valutei deținute de către rezidenți.

Un alt aspect ce ține de inflație este inflația importată și prețurile reglementate. În Republica Moldova, în comparație cu alte țări, contribuția inflației importate și costurilor reglementate este extrem de mare în totalul IPC. (Tabelul 1).

Tabelul 1. Inflația importată⁶, 2000 = 100.

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
102,5	126,6	133,8	117,7	97,4	100	100,9	104,1	114,0	131,7	152,3	165,9	178,9

Exprimat în prețuri reale, aproximativ 80 % din totalul de 205 %⁷, cât au fost prețurile în anul 2007 cu aceeași bază, le revin mărfurilor importate.

În componența costurilor reglementate intră scumpirea din 2007 a energiei electrice (131,1%), prețurile la apă și canalizare (134,4%), prețurile la gazele naturale (110,6%), îngrijirea medicală (110,5 %) și alte prețuri⁸. Aceste două componente ale inflației sunt puțin studiate, dar vizibil contribuie mult la instabilitatea prețurilor în Moldova. Mai mult, o analiză a costurilor și prețurilor reglementate ar evidenția posibilități destul de mari pentru avansarea inflației. De exemplu, scumpirea gazului până la 250 USD va putea fi acoperită doar printr-o majorare a serviciilor de aproximativ 3 ori.

Desprindem că în Republica Moldova cursul de schimb influențează înclinația marginală spre consum a populației, modificând astfel și cererea agregată și PIB-ul potențial, iar acestea, în final, inflația.

6 Datele din tabel sunt calculate pentru aproximativ 70 % din importurile Republicii Moldova. Au fost folosite medii ponderate și deflate cu inflația principalilor parteneri de import.

7 Calculate conform datelor BNM la bază fiind media anuală a IPC, 2000=100.

8 Conform datelor BNM.



CONCLUZII ȘI RECOMANDĂRI

În primul rând, se impune recunoașterea faptului că la ora actuală nu există mecanisme directe de transmisie a politicii monetare care ar influența nivelul prețurilor. Nerespectarea condițiilor necesare atingerii obiectivului de țintire a inflației rămâne a fi un impediment și un risc major pentru stabilitatea și credibilitatea politicii monetare.

BNM urmează să analizeze atât determinanții, cât și modul de influență a lor asupra fenomenului de inflație. Ulterior, se va apela la o strategie de țintire a inflației coordonată cu ceilalți decidenți de politică economică, și anume dimensiunea fiscală (Ministerul Finanțelor) și cea care ține de structura economiei (Ministerul Economiei și Comerțului). Multe țări care manifestă aceleași riscuri ca și Moldova au mers pe calea țintirii inflației de bază, exprimate prin IPC. Aceasta presupune că se calculează inflația de bază, apoi se scad prețurile administrate și prețurile cu volatilitate ridicată. În acest caz, autoritatea monetară deține toate pârghiile necesare pentru atingerea obiectivului de stabilitate a prețurilor.

Pentru a satisface cea de a doua condiție, aparent, nu sunt soluții, dar în cazul unor restructurări structurale, cea mai potrivită ar fi ancorarea politicilor monetare de rata de bază a BNM. Cu timpul, odată cu ajungerea la maturitate a sistemului bancar și a relațiilor din cadrul acestuia, doar acest instrument pare a fi cel mai plauzibil de folosit.

În anul curent BNM, prin intermediul FMI, va beneficia de asistență tehnică⁹ în vederea ridicării capacității de analiză și prognoză a politicilor monetare. Cu ajutorul experților străini, conform, se va produce o bază de prognozare și estimare a politicilor economice.

Mecanismul de transmisie, prin intermediul ratei dobânzii, este practic inexistent din cauza dezvoltării insuficiente a sectorului bancar și a piețelor financiare. Operațiunile de open market ale Băncii Centrale (cele mai mari) sunt îndreptate pe termen scurt și nu pot influența rata dobânzii într-un orizont mai mare de timp. Relațiile băncilor comerciale cu titlurile financiare de stat și cele emise de autoritatea monetară amintesc mai mult de investiții pe termen scurt decât de mecanisme de control. Astfel, există o ruptură de sistem între politica monetară și piața interbancară.

Având în vedere faptul că în economia noastră rata inflației este accentuată și variabilă, respectiv și rata reală a dobânzii este variabilă. Drept urmare, nu se poate vorbi despre acțiunea modificărilor masei monetare asupra modificărilor ratei dobânzii de piață, nici despre efectele acestora din urmă:

- 1) efectul – avere, adică modificarea valorii averii agenților economici și populației;
- 2) efectul – venit, prin care modificarea ratei dobânzii duce la creșterea sau scăderea veniturii deținătorilor instrumentelor financiare;
- 3) efectul – substituție, prin care modificarea ratei dobânzii duce la modificarea valorii unor tipuri de instrumente financiare, ceea ce face ca subiecții economici să vândă unele forme de avere și să cumpere altele.

Aceasta totuși nu înseamnă că rata dobânzii nu are nici o acțiune de acest tip, însă acțiunile respective nu pot fi puse în legătură cu evoluția masei monetare și nu pot fi considerate ca fiind elemente ale mecanismului de transmisie a efectelor politicii monetare asupra economiei reale în Republica Moldova.

În aceste condiții, canalul de transmisie prin intermediul cursului valutar este cel mai recomandabil. Dar, pentru a fi siguri, ar fi necesar de evaluat reacțiile de răspuns a cursului de schimb asupra prețurilor de import, care mai apoi se vor propaga spre indicii producătorilor și în final, asupra inflației.

În această ordine de idei, am putea formula unele propuneri de menținere a inflației:

1. Scăderea dinamicii prețurilor administrate. În mod firesc, aceasta e o problemă structurală a economiei, și nu una monetară. Astfel, Banca Națională a Moldovei nu poate controla și dirija acest fenomen, contrar afirmațiilor Ministerului Economiei și Comerțului în ceea ce privește răspunderea totală a autorității monetare în fața inflației. Recalcularea și reajustarea prețurilor administrate în sensul micșorării lor necesită un proces de restructurare a sistemelor de apă și canalizare, a sectorului energetic, medicinei și altele.

Monopolurile Apă Canal, Termocom, Moldova-Gaz, CET-urile, serviciile asociate cu transportul de pasageri și cele de comunicații necesită atât restructurare, cât și investiții enorme.

În cazul unei concurențe libere, toate aceste servicii ar fi urmat deja o cale de schimbări de structură și, probabil, acest lucru ar fi fost deja reflectat într-o structură mai eficientă a costurilor.

De asemenea, ameliorarea cadrului juridic de reglementare a relațiilor dintre consumatorii și prestatorii de astfel de servicii ar avea impactul scontat asupra prețurilor administrate.

Ca soluție adiacentă, Guvernul ar putea mări numărul de bunuri reglementate, stabilind marjele de profit și rentabilitate pentru producători, cât și marje de profit la bunurile comercializate. În cazul Moldovei, se poate de ales marjele de profit la comercializarea bunurilor importate.

2. Pe timp scurt, aprecierea leului față de principalele valute de referință ar putea atenua inflația importată. Respectiv, aprecierea leului ar fi o măsură în combaterea inflației. În acest caz, este suficient de a nu interveni pe piața valutară, acceptând o politică flotantă a monedei naționale. Dar, este necesară o analiză mai profundă a ratei reale efective de schimb, pentru a nu periclita exporturile.
3. Un nou concept ce ține de aspectele inflației este agroflația, sau inflația datorată creșterii prețurilor la produsele agricole. În Republica Moldova, produsele agricole au o pondere ridicată în totalul bunurilor consumate, deci prețurile internaționale ar putea influența negativ piața domestică. În aceste condiții, este recomandabil de impus careva cote sau restricții la export sau/și restructurarea lanțurilor de distribuție a produselor agro-alimentare. Înlăturarea unor intermediari și eficientizarea acestor lanțuri ar permite un control asupra prețurilor la produsele agro-alimentare.

Altă dimensiune a aceleași probleme ar fi lipsa unei concurențe loiale în sectorul agro-alimentar, sector care are o pondere mare în coșul bunurilor IPC. Lipsa investițiilor în acest sector și creșterea globală la aceste produse fac ca bunurile autohtone să fie mai scumpe. Aici se poate de menționat și problema consolidării pământurilor, ca fiind una din cauze a lipsei unei produceri competitive. Recomand susținerea sectorului agrar și stabilirea unor rezerve de stat la produsele ce au un impact mai mare asupra prețurilor (carne, lapte, grâu, făină, zahăr și altele).

4. În cazul în care prețul consumatorului este privit ca sumă dintre componenta costurilor (care include prețurile la import) și marja profitului, atunci pot fi recomandate unele soluții. Una din ele este reprezentată de controlul formării prețurilor, acțiune dificil de realizat într-o economie de piață. Astfel, marjele de profit ridicate ale unităților comerciale ar putea fi scăzute cu ajutorul unei



concurențe sănătoase dintre agenții economici autohtoni. Stimularea concurenței și competitivității este esențială, în cazul Republicii Moldova, la stabilitatea prețurilor.

Ajungem la ideea protejării și stimulării producătorilor interni. O astfel de acțiune implică procese de lungă durată, respectiv, o soluție rapidă și logică este operarea a careva restricții sau reglementări la import.

Desigur, în cazul unor importuri considerabile și a unei rețele comerciale și de distribuție dezvoltate, care ar putea să facă lobby pentru astfel de acțiuni restrictive, este important de acționat atent, pentru a nu destabiliza acest sector.

Esențială, după cum s-a menționat mai sus, va fi și încurajarea liberei competiții, fiindcă, în caz contrar, aceste acțiuni nu vor fi efective.

5. O altă acțiune ar putea fi limitarea cheltuielilor bugetare și orientarea acestora spre investiții publice care să stimuleze potențialul productiv. Desigur că domeniile de investiții ar trebui alese pe baza unor studii de fezabilitate, indicatori de performanță și monitorizarea post-implementare a proiectului investițional. (Unele țări au creat departamente speciale în cadrul guvernului pentru a efectua astfel de evaluări).
6. Elaborarea mecanismelor de transmisie prin rata dobânzii ar putea aduce o stabilitate și o influență mai mare Băncii Naționale a Moldovei. Este necesar de elaborat mecanisme financiare ce ar mișca rata de bază pe un termen mai lung, astfel de stopat tranzacțiile pur comerciale cu CBN-uri (în acest caz, persistă problema sterilizării lichidităților). O soluție la aprecierea monedei naționale ar fi mărirea rezervelor obligatorii în valută, deși ar putea să crească aprecierea și mai mult, ca în cazul României.
7. Și, la final, cea mai eficientă luptă împotriva inflației este creșterea economică. Dacă creșterea PIB-ului în Moldova va fi cu 1 - 2% mai mare ca inflația, atunci problema stabilității prețurilor ar putea fi rezolvată.

RISCURI ȘI INCERTITUDINI

1. Presiunea internă asupra prețurilor (calculată ca inflație de bază, CORE inflation) este impulsivă de excesul de cerere. Cauzele acestui exces de cerere sunt larg mediatizate și cunoscute. Amintim doar:
 - Dinamica veniturilor disponibile (în principal, creșterea salariilor și a altor forme de venituri private).
 - Gradul de îndatorare a sectorului privat.
 - Expansiunea creditului atât în lei cât și în valută.
 - Consecințele unui exces de cerere.
 - Deficitul contului curent. Creșterea alarmantă a deficitului comercial este o problemă dezbătută pe larg în Republica Moldova. Deocamdată, datorită influxului de capital străin, nu există suspiciuni în privința durabilității acestui deficit. În schimb, presiunile atât asupra cursului de schimb, cât și asupra inflației, au o dinamică pozitivă.
 - Presiuni inflaționiste. O creștere a cererii agregate este susținută de fiecare dată de o creștere a prețurilor.
 -
2. Creșterea intrărilor de capital de diverse tipuri. Aceste influxuri cresc presiunile pe termen scurt, dar, mai ales în cazul investițiilor, asigură și creșterea PIB-ului potențial, pe termen lung. Aceste intrări cauzează presiuni asupra cursului de schimb și subminează manevrarea mecanismului de transmisie prin ratele dobânzii.
3. Incertitudini asupra așteptărilor inflaționiste.

Pe plan intern:

- Dinamica viitoare a prețurilor administrate este incertă. Recentele evoluții ale modului de stabilire a prețurilor la unele servicii comunale ridică semnale de alarmă în ceea ce privește modul de stabilire a prețurilor administrate (Ex. Termocom, Regia Apă Canal și altele).
 - Evoluția condițiilor naturale, cu influență asupra prețurilor produselor alimentare (în special a celor volatile). Seceta anului 2007 a demonstrat că sunt greu de contracarat șocurile din partea ofertei în cazul Moldovei.
 - Configurația viitoare a politicii fiscale și a celei a veniturilor. Sectorul public cunoaște o dinamică pozitivă în ultimii ani, astfel apărând riscul de evicțiune financiară. Evicțiunea ar diminua din excesul de cerere, dar în același timp veniturile angajaților din sectorul bugetar sunt extrem de mici și necesită cel puțin o indexare. În aceste condiții, rezonabil ar fi de desfășurat o politică fiscală echilibrată, care ar realiza obiectivele prin intermediul eficientizării și controlul riguros al cheltuielilor bugetare.
- Fiind o țară mică și deschisă comercial, evoluția internațională a prețurilor și tendințele piețelor valutare și financiare internaționale, prezintă potențiale riscuri pentru Moldova. Cele mai evidente riscuri externe sunt asociate cu:
- Tendința prețurilor unor materii prime (petrol, gaze naturale etc.)
 - Evoluția cursului de schimb euro-dolar.

Politica monetară și mecanismele de transmisie a politicii monetare în Republica Moldova prezintă semne de supraîncărcare cu obiective, adesea conflictuale prin definiție (stabilitatea cursului de schimb vs. reducerea inflației). În ciuda eforturilor BMN de a induce o stare de transparență, piața este plină de îndoieli în privința intențiilor Băncii Naționale. Lipsa de credibilitate a afectat nu doar mecanismul de transmisie monetară, dar și a subminat dezvoltarea piețelor financiare.

Slaba reacție a mecanismelor de transmisie este datorată, în special, excesului de lichiditate în economie, care nu poate fi sterilizată la ratele actuale ale dobânzii. Lipsa de profunzime a pieței monetare și infrastructura sa nedezvoltată slăbesc capacitatea de menținere a lichidităților și, în final, a inflației. După cum indică datele empirice, așteptarea inflaționistă este determinantul esențial al inflației în Republica Moldova. În aceste condiții, odată cu atingerea obiectivului de țintire a inflației, o restructurare a politicii monetare și ancorarea ei cu aceste așteptări este iminentă.



ANEXE

Anexa 1

Pentru a determina influența cursului de schimb asupra competitivității, s-a estimat o ecuație a exporturilor de forma, abordare folosită și în asistența tehnică acordată MEC:

$$\log(REXP) = a_0 + a_1 \log(REXP_{-1}) + a_2 \log(GDPWorld) + a_3 \log(IPEXP/CPIWorld) + u_t$$

REXP = Exporturile reale a Moldovei raportate la prețurile anului 2000.

GDPWorld = Cererea mondială adresată produselor moldovenești, în prețurile anului 2000.

IPEXP = Indicele prețurilor la export, 2000=100

CPIWorld = Prețurile mondiale cu care se confruntă exporturile naționale, calculate ca suma ponderilor prețurilor afișate de partenerii comerciali principali.

Raportul dintre IPEXP și CPIWorld, sau prețurile relative la export, relevă interacțiunea dintre scumpirea prețurilor la export (în cazul Moldovei, din cauza aprecierii valutei naționale) și creșterea prețurilor mondiale. Prima influențează negativ competitivitatea produselor exportate, iar cea de-a doua – în sens pozitiv. Astfel, presiunile de apreciere a monedei naționale vor fi surprinse de acest raport.

După estimarea regresiei, ajungem la următoarele rezultate:

$$\log(REXP) = -4.9 + 0.4 \log(REXP_{-1}) + 0.5 \log(GDPWorld) - 0.7 \log(IPEXP/CPIWorld) + dummy9 + dummy2006 + u_t$$

Toți coeficienții au semnul corespunzător predicției și teoriei economice. În același timp, creșterea veniturilor partenerilor comerciali, adresate produselor moldovenești exportate, precum și valoarea anterioară a exporturilor, vor duce la creșterea volumului produselor exportate cu 0,57% și, respectiv, cu 0,47%.

Impactul competitivității externe asupra nivelului exporturilor este relativ mare și negativ. O creștere cu un procent a prețurilor de export va duce la descreșterea competitivității și va reduce exporturile cu 0,77 %.

Pentru o mai bună înțelegere a fenomenului de transmisie a modificărilor cursului de schimb asupra competitivității, este necesar de a analiza Rata Reală Efectivă (REER) și Rata Nominală Efectivă (NEER) a cursului de schimb, corectate cu efectul Balassa.

Anexa 2.

Tabelul 1. Evoluția agregatului monetar M0

Anul	M0 (mln. MDL)	M0 în prețurile anului precedent (mln. MDL)	M0 în prețurile anului 2000 (mln. MDL)	Ritmul nominal de creștere a M0 față de anul precedent (%)	Ritm de creștere reală (prețurile anului 2000) M0 față de anul precedent (%)
2000	1469,30	1240,96	1469,30	30,95365	
2001	1834,20	1725,49	1725,49	24,83496	17,44
2002	2288,60	2192,15	2062,23	24,77374	19,52
2003	2740,50	2368,63	2134,34	19,7457	3,50
2004	3699,90	3288,80	2561,36	35,00821	20,01
2005	4571,20	4155,64	2876,85	23,54929	12,32
2006	5145,80	4509,90	2838,28	12,57	-1,34

Tabelul 2. Evoluția agregatului monetar M1

Anul	M1 (mln. MDL)	M1 în prețurile anului precedent (mln. MDL)	M1 în prețurile anului 2000 (mln. MDL)	Ritmul nominal de creștere a M1 față de anul precedent (%)	Ritm de creștere reală (prețurile anului 2000) M1 față de anul precedent (%)
2000	1963,00	1657,94	1963,00	34,27	
2001	2573,50	2420,98	2420,98	31,10	23,33
2002	3345,50	3204,50	3014,58	30,00	24,52
2003	4151,40	3588,07	3233,16	24,09	7,25
2004	5564,20	4945,96	3851,97	34,03	19,14
2005	7333,20	6666,55	4615,10	31,79	19,81
2006	8268,20	7246,45	4560,51	12,75	-1,18

Tabelul 3. Evoluția agregatului monetar M2

Anul	M2 (mln. MDL)	M2 în prețurile anului precedent (mln. MDL)	M2 în prețurile anului 2000 (mln. MDL)	Ritmul nominal de creștere a M2 față de anul precedent (%)	Ritm de creștere reală (prețurile anului 2000) M2 față de anul precedent (%)
2000	2514,2	2123,48	2514,20	38,98	
2001	3464,8	3259,45	3259,45	37,81	29,64
2002	4517,9	4327,49	4071,02	30,39	24,90
2003	5621,9	4859,03	4378,41	24,44	7,55
2004	8137	7232,89	5633,06	44,74	28,66
2005	11125,6	10114,18	7001,82	36,73	24,30
2006	12485,2	10942,33	6886,48	12,22	-1,65

Tabelul 4. Evoluția agregatului monetar M3

Anul	M3 (mln. MDL)	M3 în prețurile anului precedent (mln. MDL)	M3 în prețurile anului 2000 (mln. MDL)	Ritmul nominal de creștere a M3 față de anul precedent (%)	Ritm de creștere reală (prețurile anului 2000) M3 față de anul precedent (%)
2000	3509,6	2964,19	3509,60	40,14	
2001	4787,3	4503,57	4503,57	36,41	28,32
2002	6511,5	6237,07	5867,42	36,02	30,28
2003	8509,1	7354,45	6626,99	30,68	12,95
2004	11719,7	10417,51	8113,29	37,73	22,43
2005	15826,8	14388	9960,49	35,04	22,77
2006	19558	17141,1	10787,64	23,58	8,30



BIBLIOGRAFIE

1. Bank for International Settlements, BIS Paper, Monetary policy and the transmission mechanism in Mexico, Monetary Economic Department, January 2001.
2. Ciumara M., Ciutacu C., „Inflația în România. Modelarea fenomenului inflaționist”. INCE, 2004.
3. Crespo-Cuaresma, J., Egert, B., and Reininger, T. 2006. “Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away”. Oesterreichische Nationalbank, Focus on European Economic Integration 1 /06.
4. Datele Băncii Naționale a Moldovei, www.bmn.md
5. Datele Biroului Național de Statistică, www.statistica.md
6. Determinants of Inflation in a Transition Economy: The case of Ukraine, IMF Working Paper, 2003.
7. Gali J. Gertler M., „ Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis.” Working Paper Nr. W7551, National Bureau of Economic Research, February 2000.
8. Genreux J., „Politici economice”. Institutul european, 1997.
9. IMF database, www.imf.org
10. Materialele seminarului Băncii Naționale a Moldovei, „Transmisia politicii monetare și modelarea inflației”, 2007.
11. IMF, „Selected issues”, Moldova, 2007.
12. Modalities of Moving to Inflation Targeting in Armenia and Georgia, IMF Working Paper, June 2007.
13. Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The case of Russia, IMF Working Paper, 2005.



Adresa: MD-2005, Republica Moldova, or. Chişinău, str. Iacob Hîncu, 10/14, IDIS „Viitorul”,
Tel: +373 22-93 00 63 Fax-telefon: +373-21-09-32

