

DIMENSIUNI DE EVALUARE A POLITICII MONETARE PRIN PRISMA PILONILOR FUNDAMENTALI AI REGIMULUI DE ȚINTIRE A INFLAȚIEI

¹Dr., conf.univ., Victoria COCIUG, ²Drd., Olga HINEV

^{1,2}Academia de Studii Economice a Moldovei,
str. Mitropolit G. Bănulescu-Bodoni 61, Republica Moldova, Chișinău,
Tel.: +373 22 402 736, web site: www.ase.md

Abstract

Fighting inflation and maintaining an inflation rate associated with lasting economic growth remains a fundamental concern and a challenge for monetary authorities. In this regard, we mention that the success of the direct inflation targeting regime is to observe the underlying principles. These include the accountability, independence and transparency of monetary authority, ultimately conferring the credibility of the institution. In this context, the topicality of the topic under consideration lies in the importance of promoting an effective monetary policy capable of ensuring price stability with direct implications on social and economic life.

The aim of the research is to evaluate the monetary policy promoted in the Republic of Moldova since the implementation of the direct inflation targeting regime in the light of the specific determinants of this regime. In order to achieve this goal, research methods will be used, focusing on the processes of induction and deduction, the analysis and the analogy and comparison, which contributed directly to the authors' ability to extract hypotheses and generalized theories from the literature, to analyze the evolution of the inflationary process in the Republic of Moldova and the monetary policy promoted in the context of its comparability on the side International. Depending on the character of the research, the research method is predominantly applicative, intradisciplinary, descriptive and causal. This article addressed the defining aspects of the direct inflation targeting framework, referring to the premises and the fundamental principles of efficiency of this regime. At the same time, emphasis was placed on the typology of the direct inflation targeting regime according to the clarity and credibility of the central bank's commitment to the inflation target. In this context, the literature has formulated the existence of three direct inflation targeting sub-regions: full inflation targeting regime, effective inflation targeting, and "lite" inflation targeting. Thus, the obtained results focused on the conclusion on the quality of the inflation management policy addressed in the Republic of Moldova and the formulation of recommendations for its improvement.

Key words: central bank monetary policy, inflation.

JEL CLASSIFICATION: E31, E50, E58

Introducere

Lucrările științifice asupra politicii monetare se concentrează de obicei asupra obiectivelor asumate de către factorii de decizie în precum țintirea inflației, ocuparea forței de muncă, echilibrarea balanței de plăți, obiectivele de creștere pentru agregatele monetare, stabilizarea cursului de schimb, a PIB, sau a prețurilor activelor. Acestea și alte obiective similare ale politicii monetare sunt discutate mai mult sau mai puțin detaliat atunci când se încearcă evaluarea ei. Eficiența reacției politicii monetare depinde de contextul general intern și extern, de combinația de politici economice, de dinamica creditării. Și este de admis că într-o economie deschisă mică, politica monetară nu poate contrabalansa cu eficiență dorită unor dezechilibre generate de aflulul de lichidități din perioada ulterioară devalizării a 3 bănci în 2015. O forțare a echilibrării economiei prin politică monetară o este orientate spre aplicareade către BNM a instrumentelor cantitative ale ei pentru a menține ținta de inflație stabilită. Însă insistarea pe sterilizarea exesului de lichidități de pe piața interbancară în favoarea menținerii unei politici orientate strict pe țintirea inflației poate duce mult sub optim, deoarece descurățează creditarea economiei. Reacția de politică monetară necesită a fi calibrată cu atenție, întărirea politicii monetare trebuie dozată cu grijă pentru a putea fi realizate obiectivele sale în condiții de eficiență maximă pentru dezvoltarea durabilă a economiei autohtone.

Țintirea înfalției – repere teoretice

Regimul de țintire directă a inflației a devenit o alternativă optimă pentru majoritatea băncilor centrale în perioada modernă, după ce acestea s-au confruntat cu problema antiinflaționistă în condițiile asigurării unui cadru viabil de politică monetară. Comparativ cu alte regimuri de politică monetară aceasta se bucură de mai multe avantaje în condițiile în care teoriile economice obțin întorsătură, iar viziunile asupra comunicării și transparenței, independenței și responsabilității unei bănci centrale devin din ce în ce mai actuale și binevenite. Așadar, comparativ cu strategia gestionării fixe a cursului de schimb, țintirea directă a inflației permite politicii monetare ca în funcție de condițiile interne, să reacționeze la șocuri atât interne cât și cele externe. Totodată, aceasta permite utilizarea informației totale disponibile, și nu doar unul sau doi indicatori la stabilirea instrumentelor politicii monetare, poate fi ușor înțeleasă de populație și astfel se bucură de transparență, în comparație cu țintirea agregatelor monetare în care uneori legătura dintre agregate și inflație nu este stabilă.

Cel mai important atribut al acestui regim este redat prin faptul că o banca centrală este nevoită să posede un angajament instituțional, care implică sprijin legislativ a cărei statut ar trebui să conțină două stipulări de bază:

- 1) obiectivul fundamental al băncii să fie asigurarea stabilității prețurilor și respectiv reflectarea acestuia în actele normative și legislative ale Băncii;
- 2) independența băncii, cuprinzând aspectele independenței personale, instituționale, operaționale și financiare. Astfel procesul de luare a deciziilor la banca centrală să fie izolat de procesul politic;
- 3) existența unui cadru de politică monetară bine definit și normat, care cuprinde instrumentele și acțiunile utilizate în vederea atingerii țintei inflaționiste;
- 4) gradul sporit de transparență prin asigurarea unei comunicări regulate cu publicul și predictibilitate a băncii centrale capabile să ancoreze așteptările inflaționiste;
- 5) existența unui potențial eficient și viabil de prognozare a inflației.

Un dezavantaj al acestei strategii constă în existența unui lag de timp considerabil dintre aplicarea instrumentelor de politică monetară și obținerea efectului scontat asupra ratei inflației și, astfel poate fi identificată lacuna asigurării controlului eficienței acțiunilor întreprinse de banca centrală. Totodată, cursul valutar flexibil necesar acestei strategii poate cauza instabilitate financiară îndeosebi în cazul unei dolarizări parțiale specifice țărilor emergente²³. În acest context, riscurile asociate sunt reflectate de impactul negativ al deprecierei asupra majorării datoriei denumite în dolari, pe când aprecierea monedei poate contribui la deteriorarea balanței comerciale. Ca urmare strategia de țintire directă a inflației în cadrul economiilor parțial dolarizate induce necesitatea promulgării unor reglementări și supravegheri prudente a instituțiilor financiare care să asigure capabilitatea sistemului bancar de a absorbi șocurile cursului de schimb.

Literatura de specialitate a definitivat existența a trei subcategorii ai regimului de țintire directă a inflației din perspectiva clarității și credibilității angajamentului băncii centrale față de ținta inflației. În această ordine de idei, claritatea este definitivată de aspectul ce ține de transparență și comunicare în materie de politică monetară, iar credibilitatea se rezumă la rezultatele obținute în promovarea politicii monetare privind obținerea țintei inflaționiste, precum și realizarea angajamentelor asumate în vederea neaterării acesteia, deci aceasta ține de responsabilitatea instituțională. Gradul de realizare a celor din urmă determină existența următoarelor regimuri:

- Regimului de țintire completă a inflației – țările care implementează astfel de regim se bucură de un nivel înalt de credibilitate și de un grad sporit de transparență și

²³ MISHKIN, Frederic. *International experiences with different monetary policy regimes*. Washington: NBER Working Paper. 1999, nr. 69, 93p.

responsabilitate. Printre acestea se numără Băncile Centrale din Noua Zeelanda, Canada, Marea Britanie, Suedia, Australia, Cehia, Polonia.

- Regimul de țintire eficientă a inflației – băncile centrale care practică acest regim beneficiază de credibilitate în măsura menținerii unei inflații joase și stabile fără a practica o transparență și responsabilitate deplină în raport cu obiectivul propus. Aici exemplificăm Banca Centrală Europeană.
- Regimul de țintire a inflației „lite”²⁴ – presupune că băncile centrale au definit obiectivul de asigurare și menținere a stabilității prețurilor, propunându-și un target al inflației, dar posedă un grad diminuat de credibilitate, incapabil să aducă și să mențină inflația în limitele orizontului de variație a țintei. De obicei obiectivul în cadrul acestor bănci este expus vulnerabilităților din mediul economic și sectorului financiar, și respectiv neatingerea acestuia afectează credibilitatea autorității monetare. Drept exemplu sunt țările emergente și cele cu venituri mici.

Regimul de țintire a inflației în Republica Moldova

Premisele instituționale care au stat la baza implementării strategiei de țintire a inflației în Republica Moldova se rezumă la:

Prioritatea absolută a obiectivului de inflație – constă în fundamentarea acestuia în Legea nr. 548 – XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei cu modificările și completările ulterioare. Absența obiectivelor multiple pentru politica monetară este o condiție importantă, ce se explică prin faptul că atingerea obiectivelor multiple poate submina îndeplinirea scopului final – menținerea stabilității prețurilor. Menținerea simultană a mai multor scopuri practic niciodată nu s-a bucurat de rezultate scontate. Totodată, pentru implementarea cu succes a țintirii directe a inflației trebuie respectată axioma: inflația nu trebuie să fie unicul scop al politicii monetare, dar cel prioritar în comparație cu altele, care, de asemenea, trebuie îndeplinite.

Independența Băncii Naționale a Moldovei - condiție obligatorie pentru implementarea țintirii inflației este atribuirea băncii centrale a autonomiei depline în procesul luării deciziilor. Absența dominantei fiscale (accesul la creditele băncii centrale este strict limitat ori interzis), aranjamentele explicite pentru luarea deciziei privind valoarea numerică a țintei (ținta inflației fiind stabilită în comun de către guvern și banca centrală, sau delegând responsabilitatea deplină băncii centrale pentru stabilirea țintei inflației) – toate acestea sunt condiții necesare pentru determinarea unui cadru legal și instituțional adecvat implementării regimului țintirii inflației. Independența BNM este prevăzută de alin. 4, art. 6 al Legii nr. 548 – XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei cu modificările și completările ulterioare prin stipularea următoarelor „Banca Națională și membrii organelor de conducere ale acesteia sînt independenți în exercitarea atribuțiilor stabilite de prezenta lege și nu pot solicita și nici accepta instrucțiuni de la autoritățile publice sau de la orice altă autoritate. Autoritățile publice, precum și orice alte autorități nu vor încerca să influențeze membrii organelor de conducere ale Băncii Naționale în exercitarea atribuțiilor lor”.

Gradul de independență a BNM pentru perioada 1995-2005 și 2006-2016, constituind 0.52 și, respectiv, 0.91²⁵. Sporirea gradului de independență se realizează pe segmentele celor 4 criterii (Tabelul 1) și se datorează, preponderent, următoarelor aspecte:

- modificarea obiectivului fundamental al BNM, de la asigurarea și menținerea stabilității monedei naționale la asigurarea și menținerea stabilității prețurilor;
- abrogarea art.12 din Cap.II al Legii cu privire la BNM, care prevedea stabilirea și promovarea politicii monetare și valutare prin conlucrare cu Guvernul;
- anihilarea atribuției BNM de acordare a creditelor statului și interzicerea oricărei finanțări a instituțiilor publice.

²⁴ Carare A., Stone M. Inflation Targeting Regimes, IMF Working Paper, 2003, p. 3.

²⁵ Cociug V., Hinev O. ROLUL INDEPENDENȚEI BĂNCII CENTRALE ÎN PROMOVAREA POLITICII ANTIINFLAȚIONISTE (CAZUL REPUBLICA MOLDOVA)

Transparența procesului decizional - în cazul strategiei de țintire directă a inflației spre deosebire de alte regimuri de politică monetară, comunicarea și transparența joacă un rol decisiv. , BNM în anul 2016 înregistrează un indice de 10.75 din 15 puncte posibile²⁶.

Din figura 1 observăm că inflația în RM este volatilă și a înregistrat valori în proximitatea țintei inflaționiste doar în aa. 2012-incep a.2015, și în februarie 2017 și martie 2017.

De menționat că cadrul de politică monetară asociat regimului de țintire directă a inflației, alături de măsurile de politică monetară întreprinse au determinat evoluția respectivă în principal pe fondul sporirii independenței instituționale și transparenței, determinând autoritatea monetară să recurgă la valorificarea canalelor și instrumentelor noi de comunicare, precum rapoarte asupra inflației, comunicate de presă aferente deciziilor Comitetului Executiv, conferințele de presă privind prezentarea rapoartelor asupra inflației.

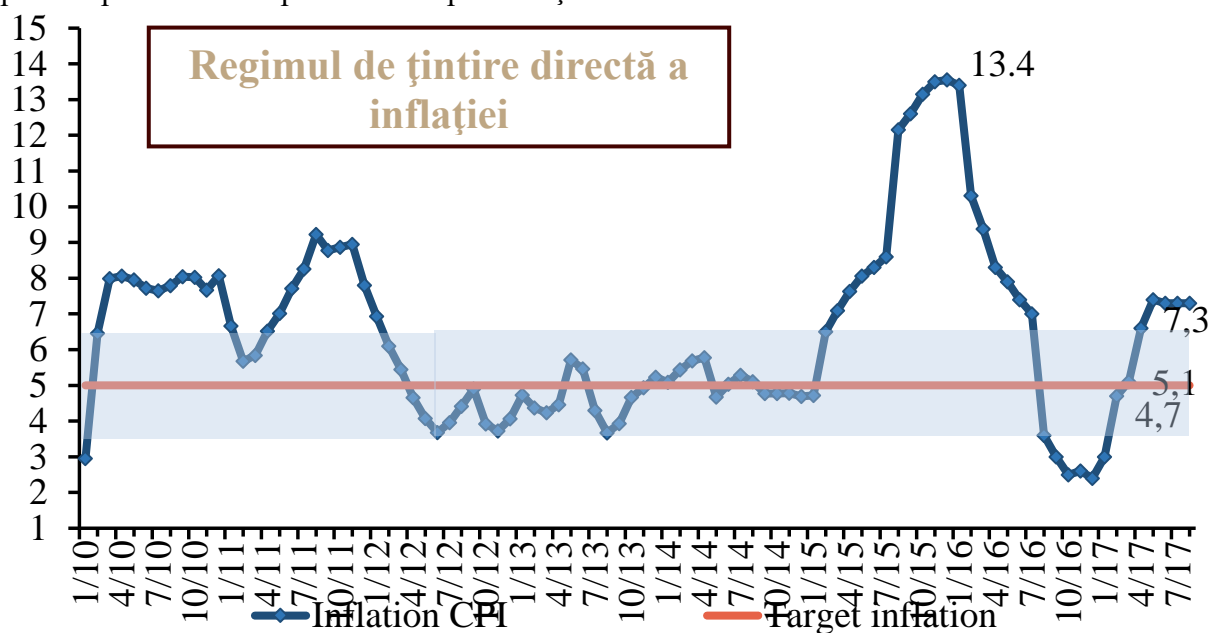


Figura 1. Evoluția inflației în Republica Moldova, 2010—2017, %

Sursa: elaborată de autori în baza datelor bnm.org

Transparența și comunicarea politicii monetare poate fi îmbunătățit pe fondul ajustării la practicile internaționale prin sporirea transparenței procedurale, economice și operaționale. În particular, ne referim la publicarea promptă a proceselor verbale ale ședințelor Comitetului Executiv, care să cuprindă opiniile personale ale membrilor, precum și opțiunile de vot personalizate. Remarcăm că, BNM este rezervată la capitolul publicării modelelor de analiză și prognoză. În același timp, BNM nu face publice sondajele aferent așteptărilor inflaționiste ale populației și agenților economici și, respectiv, nu publică un plan de acțiuni în situațiile în care inflația efectivă nu se află în proximitatea țintei de 5.0 la sută \pm 1.5 puncte procentuale, ceea ce știrbește din imaginea și credibilitatea băncii.

În urma cercetărilor efectuate putem clasa BNM în categoria băncilor cu regimul de țintire a inflației „lite”, care nu se bucură de o credibilitate suficientă asigurării ancorării așteptărilor inflaționiste și asigurării obiectivului de inflație. Totdată, considerăm că acest fapt diminuează eficiența politicii monetare și nu contribuie la formarea unui mediu favorabil necesar creșterii economice pentru Republica Moldova

²⁶Cociug V., Hinev Studiul Transparenței Băncii Centrale din perspectiva asigurării stabilității prețurilor (cazul Republicii Moldova)

CONCLUZII

O problemă importantă este modul în care politica monetară gestionează anticipațiile sectorului real. Incertitudinea care stă la baza unor erori de politică monetară derivă, de obicei, din date imprecise sau întârziate privind evoluția indicatorilor macroeconomici, și nesiguranța privind transmiterea măsurilor de politică monetară în economia reală. Una dintre concluziile literaturii de specialitate este aceea că politica monetară ar trebuie să fie concepută într-un mod robust: în loc de a opta pentru un optim care ar putea fi atins numai în anumite condiții, autoritățile monetare ar trebui să evite greșelile majore care ar putea apărea în diferite circumstanțe. Astfel, comunicarea politicii monetare și transparența deciziilor Băncii centrale sunt esențiale pentru eficiența implementării instrumentelor de țintire a inflației.

Politica monetară a BNM este orientată spre menținerea unei inflații scăzute, în limita la +/- 1,5 de la ținta de 5%. Analiza efectuată a confirmat că la baza implementării regimului de țintire directă a inflației în Republica Moldova au stat premisele: consolidarea independenței Băncii Naționale a Moldovei, diminuarea treptată a ratei inflației, precum și de sporirea parțială a transparenței instituționale. Totodată, deși, au fost întreprinse măsuri în vederea consolidării cadrului aferent regimului de țintire directă a inflației, există totuși lacune la capitolul responsabilitate pentru obiectivul stabilit, precum și transparență pe fondul criteriilor internaționale de evaluare a acesteia, ceea ce nemijlocit se reflectă în neasigurarea țintei inflaționiste.

În contextul celor expuse, formulăm unele criterii de eficiență a politicii monetare, care, considerăm, sunt aplicabile și Republicii Moldova:

- politica monetară trebuie să acorde suficientă atenție posibilelor riscuri pentru stabilitatea financiară;
- în stabilirea măsurilor de politică monetară trebuie luate în calcul toate informațiile disponibile care ar putea influența în viitor inflația.
- Politica ratelor dobânzii trebuie evaluată ținând seama de evoluțiile creditului. Din păcate, actualmente unele bănci în republica Moldova acordă credite la o rată de dobândă mai mică decât cea de bază.
- informațiile structurale și empirice referitoare la factori importanți pentru analiza stabilității financiare, cum ar fi piețele financiare, prețurile activelor, instituțiile financiare și capacitatea populației și a firmelor de rambursare a datoriei, trebuie să ofere date suplimentare pentru formularea deciziilor de politică monetară, astfel încât obiectivul de țintire a inflației să fie realizat în condiții optime pentru dezvoltarea economiei Republicii Moldova

Metoda cea mai eficientă, de care dispune o bancă centrală pentru a promova o politică monetară credibilă este asigurarea transparenței ei. În principiu, transparența permite agenților economici să sesizeze cu ușurință schimbarea de către banca centrală a orientării politicii monetare, iar ca urmare reduce necesitatea ca agenții economici să facă anticipații pesimiste privind rata viitoare a inflației.

BIBLIOGRAFIE

1. Bernanke B. (2004). „Inflation Targeting. Panel Discussion”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86(4), pp.165-168.
2. Dincer N., Eichengreen B. (2007). „Central Bank Transparency: Where, Why, and With What Effects?”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 13003*, 53 p.
3. Eijffinger S., Geraats P. (2006). „How Transparent Are Central Bank?”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 22, pp. 1-21.
4. Holmes D. (2013). „Economy of words. Communicative Imperatives in Central Banks”, p.68.
5. Issing O. (1999). „The Eurosystem: Transparent and Accountable or Willem in Euroland”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37 (3), pp. 503-519.
6. Svensson L. (2006). „Social Value of Public Information: Comment: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro-Transparency, Not Con”, *American Economic Review*, Vol. 96 (1), pp.448-452.
7. Woodford M. (2001). „Monetary Policy in the Information Economy”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 8674*, 70 p.
8. www.bnm.md