

DOI: <https://doi.org/10.53486/ssstc.v3.48>

CZU: 330.101.541:336.748(478)

THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON THE EXCHANGE RATE OF THE MOLDOVAN LEU

IMPACTUL VARIABILELOR MACROECONOMICE ASUPRA CURSULUI LEULUI MOLDOVENESC

GABURA VALERIU, student, Specialitatea: FB

Academia de Studii Economice din Moldova

Republica Moldova, Chișinău, str. Bănulescu-Bodoni 61, www.ase.md

e-mail: valeriu.gabura@ase.md

Abstract. *The main objective of this study is to determine the interconnections between the exchange rate of the Moldovan leu and macroeconomic variables. In order to determine the links between the exchange rate and the macroeconomic variables, it was proposed to test the so-called major puzzles from the international economy in the Moldovan financial system. Therefore, the interdependence between the exchange rate of the Moldovan leu and the following macroeconomic variables was established: the real interest rate, the annual inflation rate, the current account balance. At the same time, the efficiency of interventions from the currency reserve of the Republic of Moldova was also determined. As a result of this study, it was highlighted that in the Republic of Moldova, major puzzles in the international economy are manifested in the way they are described in the specialized literature. Thus, we can conclude that in the Republic of Moldova, in the process of managing the exchange rate, it is important to evaluate the impact it can generate on macroeconomic variables.*

Keywords: REER; macroeconomic variables; currency reserves; major puzzles in international economics.

INTRODUCERE

În sistemele financiare moderne, în mare parte, cursurile valutare sunt o țintă de politică macroeconomică paralelă sau secundară corectabilă. În același timp, din cauza impactului sistemic asupra altor variabile economice, acestea pot acționa și ca instrumente ale politicii monetare. Totodată trebuie de menționat că alegerea unui cadru monetar este strâns legată de regimul valutar. În acest context e nevoie de menționat că un cadru eficient de țintire a inflației, poate fi susținut, în special de un regim de curs de schimb flexibil. La nivel microeconomic cursul valutar, în economiile în dezvoltare este unul dintre cei mai importanți factori, care au un impact semnificativ asupra motivației entităților economice, prin mecanismul formării unor avantaje competitive internaționale relative, asupra comerțului internațional. În Republica Moldova după tranziția BNM la regimul de țintire a inflației conform clasificării FMI, regimul leului moldovenesc este stabilit ca flotarea independentă a monedei naționale. Dar chiar și în aceste condiții, acest tip de clasificare a regimului valutar se caracterizează prin atenția sporită din partea băncilor centrale la dinamica cursurilor de schimb nominale și reale.

Scopului studiului: Această publicație își propune să analizeze interdependențele dintre evoluția cursului valutar al leului moldovenesc cu variabilele macroeconomice, dar și de a testa cum se manifestă așa numitele puzzle-uri majore din economia internațională în sistemul financiar moldovenesc.

REVIZUIREA LITERATURII

În discuțiile din anii 1960 privind ratele de schimb fixe față de cele flexibile, susținătorii unui sistem de cursuri de schimb flexibile au avut o viziune foarte clară asupra modului în care ar funcționa un astfel de sistem (Bofinger, 2011). După *Harry G. Johnson*, ratele flexibile ar permite fiecărei țări să urmărească în mod concomitent șomajul și obiectivele tendințelor prețurilor, în concordanță cu echilibrul internațional (Johnson, 1969).

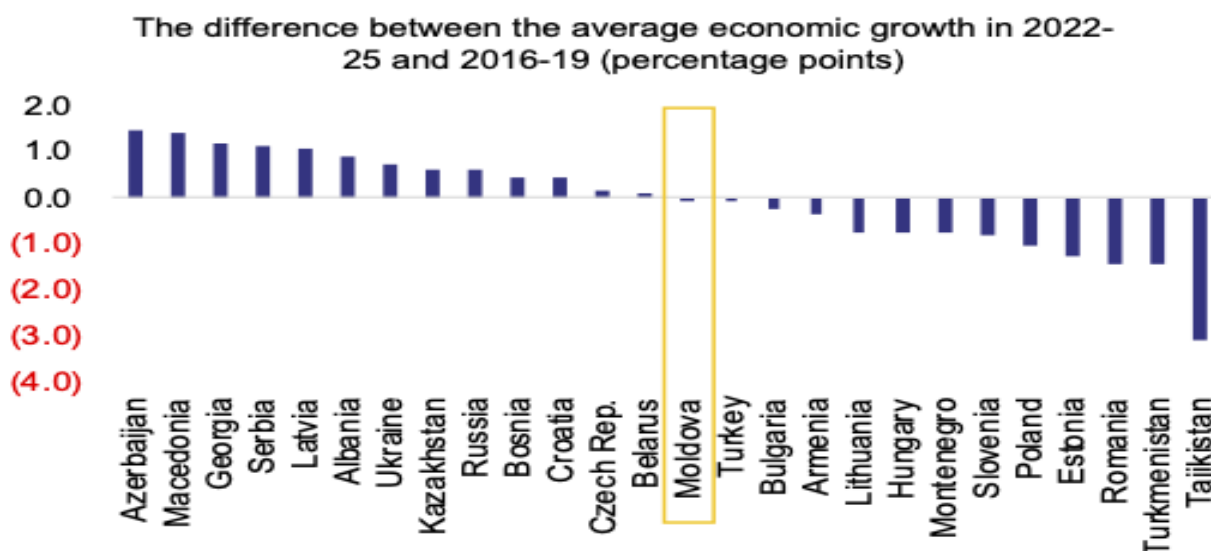
Următoarea ipoteza teoretică: ratele de schimb sunt cel puțin pe termen mediu determinate de versiunea relativă a teoriei parității puterii de cumpărare (PPP). Potrivit PPP, diferențele dintre ratele naționale ale inflației sunt principalul factor determinant al ratelor de schimb flexibile, astfel încât rata reală de schimb rămâne constantă în timp. În această lume stilizată a cursurilor de schimb flexibile, nu

există loc pentru intervențiile băncilor centrale pe piața valutară. În primul rând, întrucât ratele de schimb determinate de piață oferă o ajustare optimă la diferențele din evoluțiile macroeconomice naționale, nu este nevoie ca o bancă centrală să interfereze cu piața. Și, în al doilea rând, întrucât piața are o percepție clară a nivelului de echilibru al cursului de schimb, încercările de a viza un nivel diferit vor eșua, având în vedere dimensiunea uriașă a cifrei de afaceri pe piața valutară și cantitatea aparent limitată a rezervelor valutare ale băncilor centrale.

Evoluția de aproape 50 de ani în cadrul regimului cursurilor de schimb flexibile ne-a demonstrat că realitatea este greu de conciliat cu această imagine idealizată. Este larg acceptat în literatură că ratele de schimb nominale bilaterale nu pot fi explicate în mod satisfăcător cu orice fel de fundamente macroeconomice. Maurice Obstfeld și Kenneth Rogoff vorbesc despre un „puzzle de putere de cumpărare” și un „puzzle de deconectare” mai general ca unul dintre cele șase puzzle-uri majore din economia internațională. Primul puzzle „evidențiază cât de slabă este legătura dintre cursurile de schimb și nivelurile prețurilor naționale” (Obstfeld and Rogoff, 2000). Al doilea puzzle „face aluzie în mare măsură la relația extrem de slabă (cu excepția, probabil pe termen lung) dintre cursul valutar și practic orice agregat macroeconomic”. În ceea ce privește relația parității ratei dobânzilor neacoperite, Kenneth Froot și Richard Thaler au identificat anomalia unui „puzzle premium forward”, ceea ce înseamnă că, spre deosebire de paritatea ratei dobânzilor neacoperite, valutele cu o diferență pozitivă a ratei dobânzii se apreciază în loc să se deprecieze. Toate acestea ne demonstrează că, până în prezent, în literatura de specialitate, există multe discuții care abordează tematica cursurilor valutare, dar și multe întrebări, care încă nu și-au găsit răspuns (Froot and Thaler, 1990).

MATERIALE ȘI METODE

În contextul puzzle-uri majore din economia internațională se înscrie și interdependența dintre cursul valutar și soldul contului curent. Volatilitățile mari ale cursurilor valutare sunt, în general, asociate cu modificări semnificative ale soldurilor conturilor curente. După criza financiară, cursurile valutare par să fi jucat un rol mai limitat în ajustarea soldurilor conturilor curente. Mișcările puternice ale cererii agregate, în special ale investițiilor, au determinat ajustarea soldurilor conturilor curente. Potrivit analizelor FMI, relația dintre dezechilibrele conturilor curente și modificările cursului valutar a fost slabă, reflectând, de asemenea, natura globală a șocului subiacent (IMF, 2016). Mai mult, chiar și în țările în care cursurile de schimb reale s-au modificat, ajustările contului curent au fost modeste (panoul din dreapta).



Statistică elaborată de IPN, 09.02.2021

Specialiștii FMI au determinat fluctuațiile cursului valutar pe parcursul a două perioade: 2016-2019 și 2022-2025. Astfel, pentru cele două sub perioade, nu există o relație sistematică între soldurile contului curent și modificările cursurilor de schimb (IMF, 2022). Acest lucru nu înseamnă că fluctuațiile

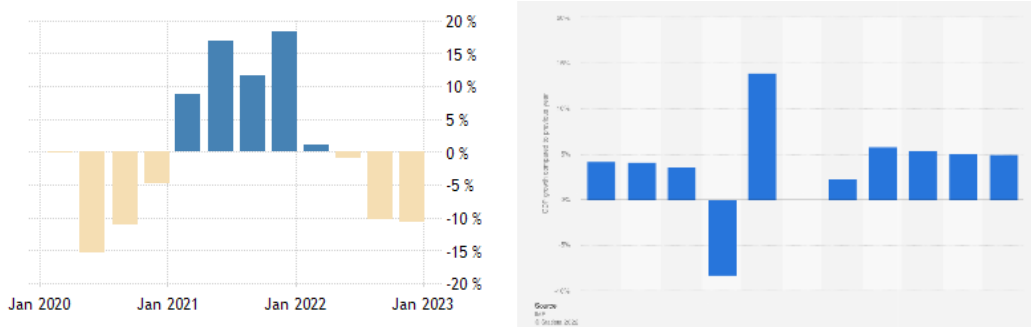
cursului valutar nu pot avea un impact asupra țărilor cu poziții mari de creditori externi, cum ar fi Elveția. Cu toate acestea, atunci când sunt calculate pentru perioade lungi de timp, aceste efecte de evaluare nu sunt legate în mod sistematic de soldul contului curent. Acest rezultat sugerează că efectele evaluării sunt determinate de obligațiuni și active, diferențele de preț, restructurarea datoriilor și anulările datoriilor.

Potrivit External Sector Report, 2022, dezechilibrele globale (suma excedentelor și a deficitelor excedentare absolute) au reprezentat aproximativ 3,5% din PIB-ul mondial în 2021 (IMF, 2022). Așteptările privind soldurile de cont curent la nivel mondial potrivit aceluiași raport erau direcționate spre o îngustare treptată, ca rezultat al depășirii treptate a urmărilor pandemiei. Însă această perspectivă s-a dovedit a fi incertă și supusă mai multor riscuri, în special în urma războiului din Ucraina. În această situație politicile reechilibrării externe s-au diferențiat în funcție de efectele provocate de COVID-19, amplificate de războiul din Ucraina asupra economiilor individuale.

REZULTATE SI DISCUȚII

Situația Republicii Moldova ne demonstrează același lucru, deși, din fig. 1, rezulta o interdependență clasică - în anul 2021, REER în țara noastră a crescut cel mai mult din grupul de țări analizate și, prin urmare, soldul contului curent în PIB a avut cea mai defavorabilă valoare -11,6% în PIB. Însă, dacă construim o regresie liniară pentru perioada anilor 2000-2022, putem constata că această interdependență este una mică (figura 3).

Figurile 2 și 3. REER și soldul contului curent în PIB în Republica Moldova, perioada 2000-2022



Statistici elaborate de Trading Economics și Statista, 15.03.2023

Un alt puzzle major din economia internațională, care se manifestă și în sistemul financiar al Republicii Moldova poate fi observat în figura 4 și 5 și anume relația slabă dintre cursul valutar și practic orice agregat macroeconomic pe termen scurt și mediu (în special rata reală a dobânzii și rata inflației).

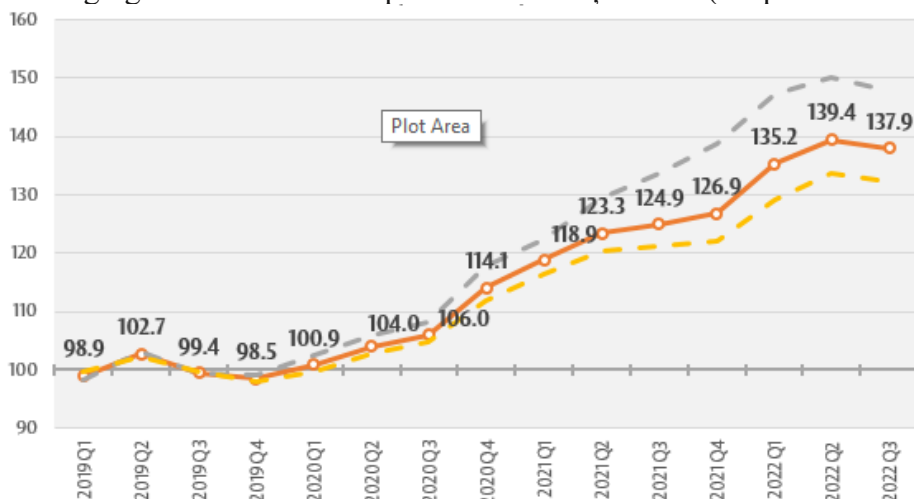


Figura 4. Relația dintre cursul valutar și agregatul macroeconomic
Statistică elaborată de BNM, 07.11.2022

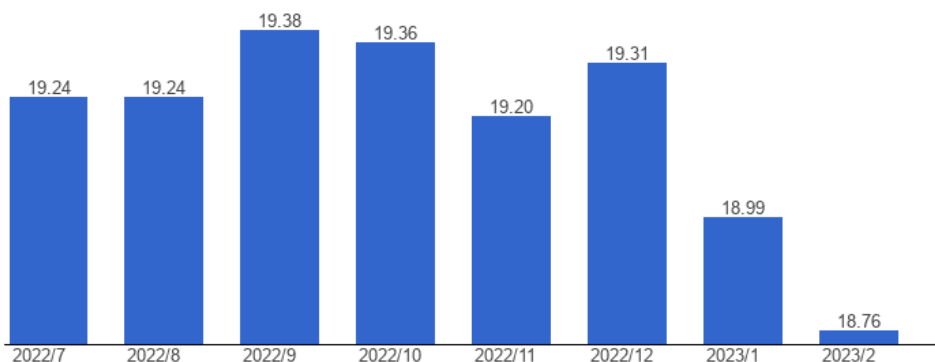
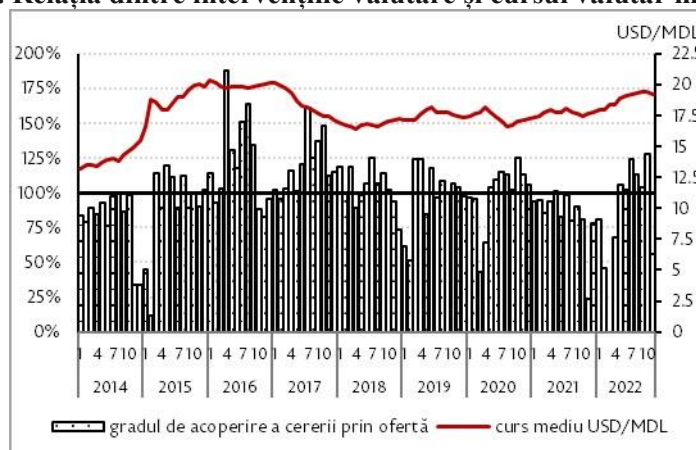


Figura 5. Cursul valutar în perioada 07.2022 – 02.2023
Statistică elaborată de Global Economy, 13.02.2023

Totodată prezintă interes și interdependență dintre intervențiile valutare și cursurile valutare. Personalul FMI evaluează în mod regulat dacă frecvența intervențiilor valutare realizate de băncile centrale, sunt în concordanță cu aranjamentele de facto flotante. Aceste evaluări se bazează pe informații disponibile publicului, informații raportate FMI de țările membre, rapoarte de piață și alte surse, inclusiv informații obținute în timpul vizitelor oficiale ale personalului său în țările membre. În general, băncile centrale intervin pentru a mări rezervele sau pentru a diminua volatilitatea excesivă a pieței, dar pot interveni și pe piața valutară pentru a combate presiunea de depreciere asupra monedei țării, care ar fi putut contribui la reducerea rezervelor pe piețele emergente și economiile în curs de dezvoltare.

Cât privește tehnicile de intervenții, ele sunt realizate, în mare parte, pe piața valutară la vedere, fi e contactând direct participanții la piață (toți sau doar o selecție - de exemplu, factorii de decizie de piață) sau în unele țări prin licitații valutare. Cu toate acestea, intervențiile valutare pot fi efectuate și pe piețele la termen. În afară de aceasta, programele de cumpărare/vânzare pot fi anunțate în prealabil. Pentru a evita influențarea așteptărilor pieței valutare, programul de intervenții ar trebui să indice, în avans, natura, frecvența și dimensiunea tranzacțiilor valutare ale băncii centrale. Potrivit informațiilor prezentate de FMI, unele țări acumulează rezerve în urma unui calendar de licitații preanunțate (Albania) sau pot efectua achiziții și vânzări de valută pentru fondul de pensii guvernamental (Norvegia). Rusia își bazează volumul de intervenții, în dependență de veniturile din petrol și gaze (IMF, 2019).

Figura 6. Relația dintre intervențiile valutare și cursul valutar mediu lunar



Grafic elaborat de BNM, 21.12.2022

Legătura dintre intervențiile valutare și evoluția cursului valutar în Republica Moldova este prezentată în figura 6.

Rezerve valutare sunt categorii macroeconomice foarte importante, în special pentru țările în curs de dezvoltare, deoarece, concomitent consolidării acesteia, încrederea în sistemul financiar al țării devine mai mare. Având în vedere că țările în curs de dezvoltare sunt expuse la șocuri externe, este util să existe un anumit „pilon” (rezerve valutare) care să apere poziția macroeconomică a țării. Importanța

rezervelor valutare rezultă din scopul utilizării acestora (Borio et al, 2008). FMI a elaborat un Ghid, în care sunt stipulate toate utilizările posibile ale rezervelor valutare internaționale ale unei țări (IMF, 2013). În acest context, în cadrul mecanismului de intervenții din rezervele valutare, este important să se respecte regimul cursului valutar, capacitatea de plată a unei țări, gradul de vulnerabilitate a economiei la șocurile externe ale țării, precum și instrumentele interne, disponibile politicii monetare a țării.

CONCLUZII

Analiza literaturii teoretice și empirice privind corelațiile dintre cursul valutar cu alte variabile macroeconomice demonstrează, că nu există consens asupra impactului crucial al acestor variabile și există o varietate semnificativă de abordări/metodologii empirice aplicate pentru diferite seturi de țări. Republica Moldova este o țară cu o economie mică și deschisă, cu o cotă extrem de mare a remitențelor în PIB, cu un deficiț de cont curent și o dependență tot mai mare de intrările financiare internaționale; toate acestea fac ca sistemul financiar al țării să fie vulnerabil la tendințele economice și financiare globale. Urmările crizei economice globale, induse de COVID-19, și înăsprite de războiul din Ucraina a mărit și mai mult expunerile Republicii Moldova la evoluțiile externe. În aceste circumstanțe este imperios de necesar de urmărit evoluția cursului valutar, dar și a interconexiunilor acestuia cu diferite variabile macroeconomice, în condițiile în care cursul valutar în economia Republicii Moldova, are un impact semnificativ asupra motivației entităților economice.

REFERINȚE

1. Bofinger, P. (2011). The scope for foreign exchange market interventions. In: *UNCTAD Discussion Papers*, No. 204 October.
2. Borio, C., Galati, G., Heath, A. FX reserve management: trends and challenges. In: *BIS papers*, 2008, No 40.
3. Froot, K., Thaler, R. (1990). Anomalies: Foreign Exchange. In: *The Journal of Economic Perspectives*, 4(3), pp. 179–192.
4. IMF. (2013). *International Reserves and Foreign Currency Liquidity* Washington, DC: IMF.
5. IMF. (2019) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2019. 73 p.
6. IMF. (2020). *External Sector Report, 2020: Global Imbalances and the COVID*. Washington, DC: IMF.
7. IMF. (2022). *External Sector Report, 2022: Pandemic, War, and Global Imbalances*. Washington, DC: IMF.
8. Johnson, H.G. (1969). The Case for Flexible Exchange Rates. In: *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
9. Obstfeld, M., Rogoff, K. (2000). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? In: *Bernanke B and Rogoff K, eds., NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge: The MIT Press.
10. <https://www.bnm.md/en/content/residential-property-price-index-rppi-3rd-quarter-2022>
11. https://www.theglobaleconomy.com/Moldova/Dollar_exchange_rate/
12. <https://www.statista.com/statistics/513326/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-moldova/>
13. <https://www.bnm.md/ro/content/cererea-si-oferta-de-valuta-pe-piata-valutara-luna-noiembrie-2022>
14. <https://tradingeconomics.com/moldova/gdp-annual-growth-rate>
15. https://ipn.md/public/index.php/en/rethink-moldova-20-moldova-needs-an-investment-and-economic-recovery-plan-comment-7978_1079588.html

Coordonator științific: CÎRLAN Ana, dr., conf. univ.

Academia de Studii Economice din Moldova
Republica Moldova, Chișinău, str. Bănulescu-Bodoni 61, www.ase.md
e-mail: ana.cirlan@ase.md