

**PRINCIPALELE FAPTE STILIZATE
ALE TRANSMISIEI POLITICII MONETARE ÎN RM**

Dorin SLOBOZIAN, drd, UnAȘM, INCE*

Finalitatea eforturilor de a identifica și a descrie transmisia politicii monetară se dovedește a fi una critică pentru decidenții de politică monetară. În măsura în care este înțeles acest fenomen se poate promova o politică monetară adecvată. În cazul Republicii Moldova această necesitate este stipulată explicit în Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pe termen mediu

Ca o etapă premergătoare unor studii ulterioare preconizate de autor și care se vor centra pe cuantificare empirică, lucrarea de față încearcă să portretizeze mecanismul de transmisie monetară din RM prin prisma unor fapte stilizate, identificate în literatura privind fenomenul.

Sintetizând cele constatate în literatură putem afirma că, deși, cunoscând o anumită îmbunătățire în perioada 2010-prezent, transmisia politicii monetare, în general, este destul de slabă fiind puternică doar pe segmentul rata de bază - ratele pieței monetare. Printre cauzele majore ale deficiențelor transmisiei se numără structura de piață imperfectă a sectorului bancar. De asemenea, se cunoaște o oarecare asimetrie a transmisiei modificărilor cursului de schimb către prețuri.

Cuvinte- cheie: transmisia politicii monetare, politica monetară, fapte stilizate, sector bancar, piața monetară, asimetrie.

The finality of efforts to identify and describe the monetary policy transmission proves to be a critical for monetary policy decision-makers. An adequate monetary policy can be conducted to the extent this phenomenon is understood. In case of Republic of Moldova, the need of understanding it is clearly stated in the monetary policy strategy in the medium term of the National Bank of Moldova.

As a preliminary step of further studies planned by the author, which will focus on empirical quantification, this paper attempts to portray the monetary transmission mechanism in Moldova in terms of stylized facts identified in literature about the phenomenon.

Summarizing the findings in the literature we can say that, although, improving in the period 2010-present, transmission of monetary policy, generally, is rather weak, being strong only on the segment base rate - money market rates. Among the major causes of transmission deficiencies could be mentioned the imperfect market structure of the banking sector. Also, there is known some asymmetry in the exchange rate pass-through to prices.

Key words: monetary policy transmission, monetary policy, stylized facts, banking sector, money market, asymmetry.

Politica monetară – politică a cererii agregate

Politica monetară, fiind considerată una de stabilizare macroeconomică, are menirea de a atenua fluctuațiile unor variabile agregate din cadrul economiei respective. Totuși, trebuie de acceptat faptul că politica monetară poate realiza acest obiectiv doar influențând într-un anumit mod variabilele de interes prin controlul altor variabile care stau la dispoziția sa, acestea din urmă fiind numite instrumente. Altfel spus, se încearcă de a gestiona cererea agregată prin intermediul prețului și/sau cantității banilor.

Complexitatea transmisiei politicii monetare

Legăturii dintre deciziile de politică monetară și economia reală i s-a consacrat în literatura de specialitate termenul de *transmisia politicii monetare*. Pe lângă faptul că acțiunile de politică monetară au intenția de a influența comportamentul unor agenți ce iau decizii de natură subiectivă, transmisia politicii monetare are un caracter inerent de incertitudine și complexitate inclusiv datorită faptului că în acest proces sunt angrenate elemente (instituții financiare, agenți economici, gospodării casnice, autorități publice etc.) și conexiuni într-o cantitate, de regulă, nedefinită, sau foarte dificil de definit, și care se află într-o permanentă dinamică. În acest sens ar putea fi menționate schimbările de preferințe și cele tehnologice, schimbarea profilului sectorial al agenților economici etc. Totodată, permanența și multitudinea perturbațiilor, deseori simultane, produse asupra economiei îngreuiază semnificativ încercările de elucidare a efectelor impulsurilor de politică monetară. O ilustrare schematică simplistă a transmisiei politicii monetare se prezintă în figura nr. 1.

Utilitatea cunoașterii

Finalitatea eforturilor de a identifica și a descrie transmisia politicii monetară se dovedește a fi una critică pentru decidenții de politică monetară. În măsura în care este înțeles acest fenomen se poate promova o politică monetară adecvată. În cazul Republicii Moldova această necesitate este stipulată explicit în Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pe termen mediu [10].

Teoriile sunt bazate pe economiile dezvoltate

Majoritatea copleșitoare a studiilor științifice în acest domeniu sunt efectuate pe cazul economiilor dezvoltate, și doar o parte mică și relativ recentă se încadrează în efortul de cunoaștere a transmisiei politicii monetare în țările în curs de dezvoltare. Marile teorii monetare au la bază dezbateri ce au avut loc în și priveau, chiar și în prezent,

* © Slobozian Dorin, dorin1md@yahoo.com

economiile industrializate ale occidentului. Dintr-o tentație firească, dar și logică, aceste teorii au fost aplicate, mai mult sau mai puțin adaptate, la economiile tranzitorii și în curs de dezvoltare.



Fig. 1. Reprezentare schematică a mecanismului de transmisie.

Sursa: elaborat de autor.

Deficiența datelor în calitate de material factologic

Caracterul datelor statistice reprezintă un alt obstacol în procesul de explicație a fenomenului respectiv. De regulă acestea au o acoperire temporală relativ scurtă și sunt suspecte la erori de comensurare relativ înalte. Cauzele deficiențelor statisticilor constituie, în principal, capacitățile instituționale subdezvoltate, pe de o parte, și proporțiile înalte ale economiei neobservate. Însă, deficitul de date în calitate de material factologic pune sub semnul întrebării validitatea raționamentelor teoretice și face dificilă probarea empirică a acestora din urmă. Iar aplicarea tehnicilor econometrice rareori produc rezultate concludente.

Cazul RM este foarte puțin studiat.

Dacă în ultimul deceniu eforturile academice privind transmisia monetară în țările în curs de dezvoltare sau intensificat, atunci în cazul Republicii Moldova acestea sunt sporadice iar documentarea lor este extrem de scundă. Din câte cunoaștem, cea mai proeminentă tentativă recentă o constituie lucrarea lui Engler et al. (2015) [1], în care subiectul transmisiei politicii monetare este tratat direct și cu ajutorul tehnicilor, deși relative simpliste, dar econometrice. În special, sunt estimate modele econometrice uniecuționale.

Desigur, există și alte încercări care pot fi considerate ca aport la studiul subiectului propus, însă acestea tratează fațete, mai mult sau mai puțin, înguste ale fenomenului din RM, sau aspecte conexe ale acestuia. Exemplu poate servi lucrarea lui Mija et al. (2013) [4] în care sunt studiate efectele de runda a doua asupra inflației de bază de la modificările în prețurile atât interne cât și externe la produsele alimentare și combustibili. Alt exemplu este cercetarea lui Slobozian et al. (2011) [9] unde se estimează asimetria transmisiei modificărilor cursului de schimb în prețurile de consum. Deși, aceste sunt studii conexe, totuși, ar putea fi utile pentru eforturile eventuale de modelare matematică a mecanismului de transmisie.

Ca o etapă premergătoare unor studii ulterioare preconizate de autor și care se vor centra pe cuantificare empirică, lucrarea de față încearcă să portretizeze mecanismul de transmisie monetară din RM prin prisma unor caracteristici, fapte stilizate, identificate în literatura fenomenului autohton.

Cu aplicare preponderentă în științele sociale, termenul de *faptă stilizată* se definește ca reprezentare simplistă, adesea verbală, a unor constatări empirice. Se consideră că termenul a fost utilizat pentru prima dată, cel puțin cu sensul actualmente acceptat, de către faimosul economist american Nicholas Kaldor. De regulă, aceste rezultate au în spate metodologii destul de complexe, dar în scopul facilitării comunicării lor se optează pentru o generalizare acceptabilă pentru a păstra esența ideii.

În continuare vom expune principalele fapte stilizate identificate în literatura de specialitate privind mecanismul de transmisie a politicii monetare în Republica Moldova.

Reducerea nivelului și variabilității inflației

Reieșind din constatările făcute de Slobozian (2015) [7], în perioada 2010-2015 inflația media este cu 4 puncte procentuale mai mică decât cea din perioada 2001-2009, iar variabilitatea indicatorului a devenit de aproximativ trei ori mai mică. Totuși, încercarea de a explica această stabilizare prin meritul politicii monetare nu se soldează cu rezultate concludente.

Îmbunătățirea transmisiei monetare

Potrivit lui Engler et. al (2015) [1], transmisia politicii monetare s-a îmbunătățit semnificativ după 2009. Totuși, aici se are în vedere doar anumite segmente ale lanțului de transmisie, și anume, de la rata de bază la ratele pieței monetare, și de la rata de bază la ratele creditelor. Autorii sugerează explicația potrivit căreia îmbunătățirea s-ar datora utilizării ratei de bază ca instrument principal al politicii monetare odată cu introducerea regimului de țintire directă a inflației. Pe de altă parte, ar fi oportun de menționat faptul că anul 2009 marchează, de asemenea, începutul perioadei post-criză careia i-ar fi caracteristic, deși pentru moment ne este dificil să intuim care anume, realități structurale diferite în comparație cu perioada ante-criză.

Transmisie deplină a ratei de bază spre piața monetară

Autorii, de asemenea au constatat că transmisia impulsurilor de la rata de bază la ratele interbancare este practic deplină, deși nu imediat, ci mai degrabă aceasta reprezentând efectul pe termen lung.

Piața monetară subdezvoltată

Pe de altă parte, este bine cunoscut faptul că ratele interbancare nu reprezintă neapărat rate la care efectiv au fost realizate careva tranzacții, ci mai degrabă, acestea sunt unele indicative, adică condițiile la care eventual băncile ar

oferi sau ar lua împrumuturi pe piața interbancară. Din datele făcute publice de BNM, pot fi observate perioade de luni consecutive când în piața interbancară lipsesc cu desăvârșire contractarea de credite și plasarea de depozite interbancare. Spre exemplu, în anul 2015, volumul tuturor operațiunilor băncilor comerciale pe piața monetară a constituit circa 8 la sută din volumul creditelor noi acordate în monedă națională de sectorul bancar și doar circa 5 la sută din depozitele analogice. Această stare de subdezvoltare a pieței respective face ca ratele cu amănuntul să fie detașate de condițiile de refinanțare de pe piața monetară.

În calitate de explicație cu privire la subdezvoltarea pieței interbancare unii autori [1] susțin că ar fi vorba despre lipsa de încredere mutuală din întreg sistemul bancar. Explicația e destul de plauzibilă, cel puțin în contextul recentelor evenimente legate de gestiunea frauduloasă a unor bănci comerciale și soldate cu falimentul acestora, pe de o parte, și problemele privind calitatea acționariatului, pe de altă parte. Însă, adevărul e că subdezvoltarea e cronică și nu cuprinde doar perioada evenimentelor menționate. Pe de altă parte, ar putea fi vorba despre o stare de lucruri permanentă care s-a exteriorizat elocvent prin aceste turbulențe recente.

Exces structural de lichiditate

De fapt, funcția principală a pieței monetare este de a asigura la necesitate plasarea exceselor și acoperirea deficitelor de lichiditate apărute la bănci comerciale în parte. În condițiile lipsei încrederii pe piața interbancară, băncile se orientează spre operațiuni ce presupun un risc de credit mai mic. Astfel se întâmplă ca excesul de lichiditate să fie plasat preponderent în valori mobiliare de stat și în operațiuni de sterilizare cu BNM. Spre exemplu, în anul 2015, volumul operațiunilor de piață monetară ale BNM au constituit circa 125 la sută și 71 la sută din volumul creditelor noi acordate în monedă națională și, respectiv, cel al depozitelor similare.

Asimetria transmisiei modificărilor cursului de schimb către prețuri

Se afirmă des că prețurile au o reacție mai mică la apreciere decât la deprecierea monedei naționale. Acest fenomen este denumit în literatura de specialitate cu termenul hiperbolizant de *rockets and feathers* (din eng. = rachete și pene), adică creștere bruscă și scădere lentă. Încercarea de a testa această ipoteză pe cazul Republicii Moldova a fost realizată în lucrarea lui Slobozian et al. (2011) [9]. Rezultatele indicau asupra prezenței fenomenului deși cu o semnificație statistică nu prea tranșantă. Totuși, autorul presupunea că nivelul jos al confidenței rezultatelor s-ar putea datora abordării metodologice relativ simpliste.

Concluzii

În urma examinării literaturii de specialitate s-a constatat că există extrem de puține surse care ar portretiza suficient de extins fenomenul transmisiei monetare în Republica Moldova.

Sintetizând cele constatate în literatură putem afirma că, *deși, cunoscând o anumită îmbunătățire în perioada 2010-prezent, transmisia politicii monetare, în general, este destul de slabă fiind puternică doar pe segmentul rata de bază - ratele pieței monetare. Printre cauzele majore ale deficiențelor transmisiei se numără structura de piață imperfectă a sectorului bancar. De asemenea, se cu,„noaște o oarecare asimetrie a transmisiei modificărilor cursului de schimb către prețuri.*

BIBLIOGRAFIE

1. ENGLER, P. et al. The transmission mechanism in Moldova. Reasons for its weakness and recommendations for its strengthening. Policy Paper PP/01/2015, GET Moldova, 2015.
2. KALDOR, N. Capital Accumulation and Economic Growth. Lutz/Hague (eds.): The Theory of Capital, London, 1961, pp. 177-222.
3. Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei nr. 548-XIII din 21.07.1995. În: Monitorul Oficial al R. Moldova nr. 56-57/624 din 12.10.1995.
4. MIJA, S. et al. How core inflation reacts to the second round effects. Romanian Journal of Economic Forecasting, 2013, Volume 16, Issue 1, București, 2013, p. 98-118
5. MISHRA, P. et al. How effective is monetary transmission in low-income countries? A survey of the empirical evidence. IMF Working Paper WP/12/143, IMF, 2012.
6. MONTIEL, P. Monetary transmission in low-income countries: An overview. Employment Working Paper No. 181, International Labor Organization, 2015.
7. SLOBOZIAN, D. Eficiența politicii monetare în Republica Moldova. Economic Growth in Conditions of Globalization, The Tenth Edition of the International Conference on Theoretical and Applied Economic Practices, Volume II, NIER, 2015.
8. SLOBOZIAN, D. et al. Money power in predicting inflation the case of the Republic of Moldova. Analele INCE, Nr. 1/2013, 1, Chișinău, 2013, p. 227-234.
9. SLOBOZIAN, D. et al. Transmisia asimetrică a prețurilor de la modificările cursului de schimb: cazul Republicii Moldova. Economie și Sociologie, Nr. 3/2011, IEFS al AȘM și ME, Chișinău, 2011, p. 162-168.
10. Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pentru 2010 – 2012, modificată prin Hotărârea Consiliului de administrație al Băncii Naționale a Moldovei nr. 267 din 30.12.2010 [online]. Disponibil: <http://bnm.md/files/attachments/2010-2012.pdf>.
11. www.bnm.md