

1.21. THE IMPACT OF INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS ON THE CREDIT-MONETARY POLICY: THE CASE OF THE REPUBLIC OF MOLDAVIA

IMPACTUL CRIZEI FINANCIARE INTERNAȚIONALE ASUPRA POLITICII MONETAR-CREDITARE: CAZUL REPUBLICII MOLDOVA

Olga TIMOFEI

Monetary policy possesses a complicated transmission mechanism, while its action's quality influences the efficiency of economic policies in general. The promoted monetary and credit policy depends on some concrete economic conditions, the behavior of legal entities, structure of the state's financial system and methods of credit and monetary regulation. This article has as a goal the analysis of global financial crisis' influence over this mechanism, appreciation of future forecast and economic and social consequences for the Republic of Moldova.

Introducere

Elaborarea și promovarea politicii monetar-creditare în țările dezvoltate, pe parcursul ultimelor două decenii, a fost determinată de procesele de integrare a piețelor financiare. Drept urmare a imperfecțiunii procedurilor și instrumentelor de reglementare a circuitului obligațiunilor ipotecare (hârtiilor de valoare derivate secundare, nestructurate) pe piețele internaționale s-a declanșat criza financiară globală. Însemnătatea lor progresivă în mobilizarea capitalurilor, dezvoltarea activității creditare ipotecare, accelerarea circuitului de capitaluri a fost compromisă. "Bull-ul prețurilor" pe piețele imobiliare, fiind generat de evaluarea exagerată a imobilului, a avut consecințe negative pentru sistemul bancar internațional în ansamblu. După prăbușirea acestui "bull", o mare parte de obligațiuni ipotecare au devenit lipsite de activ-suport iar cumpărătorii acestora s-au văzut în prag de faliment, drept urmare prăbușirea pieței de valori.

Băncile, în condițiile lipsei majore de lichidități, au preferat să se abțină de la creditarea interbancară. Tezaurizându-și practic mijloacele bănești, băncile au frânat procesul de multiplicare a banilor în economie. În practica internațională băncile ce nu-și îndeplinesc funcția creditară au obținut denumirea de „zombie”. Aceste bănci își mențin volumul operațiunilor de plăți și decontări și nu falimentează din contul existenței lichidităților oferite de banca centrală. Dacă în această stare de „zombie” se află întreg sectorul bancar, economia urmează să intre în depresie și recesiune. Respectiv, fără soluționarea acestei probleme ieșirea din criză este imposibilă. Băncile centrale, la rândul lor, s-au pomenit a fi lipsite de un instrumentul regularizator potrivit și eficient în condițiile declanșării unei astfel de crize. În căutarea posibilităților și instrumentelor adecvate de injectare a lichidităților în economie autoritățile monetare au fost obligate să improvizeze. Din creditori de ultimă instanță, băncile centrale s-au transformat în sponsori ai sectorului financiar.

Criza financiară globală a creat situația în care se impune necesară nu numai revizuirea funcțiilor și scopurilor băncii centrale, dar și modificarea instrumentelor, metodelor și mecanismelor politicii monetar-creditare. Drept urmare necesită o reevaluare și metodologia de implementare și realizare a acesteia.

Criza financiară și modificările politicii monetar-creditară. În perioada precedentă crizei s-a creat viziunea, conform căreia securizarea activelor și utilizarea derivatelor financiare oferea posibilități eficiente de diversificare a riscurilor, și totodată constituia un element de autoreglare a pieței. În calitate de element de autoreglare se examina și procesul de multiplicare a banilor în rezultatul operațiunilor de credit. Ceea ce a urmat însă, a demonstrat că în condițiile unei crize de scară largă ambele mecanisme de autoreglare nu funcționează.

Băncile centrale au fost obligate să creeze instrumente noi, în vederea finanțării sistemului financiar și să accepte obligațiunile ipotecare drept gaj în condiții de incertitudine a valorii reale a acestora. În așa mod băncile centrale și-au asumat riscuri suplimentare, subvenționând practic sectorul financiar. Continuarea acestor activități poate duce la acutizarea crizei și la creșterea și mai mare a instabilității sistemului financiar global.

Situația creată în sectorul financiar global, a fost determinată în mare parte de politica monetar-creditară adoptată și promovată de autoritățile monetare ale țărilor dezvoltate. Problema teoriei politicii monetar-creditară care necesită a fi rezolvată de fapt ține de faptul care trebuie să fie reacția autorităților monetare la creșterea continuă a prețurilor la activele financiare. Creșterea cotațiilor bursiere (și extra-bursiere) a și dus la crearea pe piețele mobiliară și ipotecară a „bull-lui” speculativ. „Spargerea” acestuia ar putea duce la rezultate macroeconomice imprevizibile, în special la falimentul sistemic al instituțiilor financiare.

În perioada anilor 1997-2008 economia mondială a rezistat câtorva „bull-uri” speculative pe piețele financiare. Însă până în prezent nu au fost elaborate metode practice de evitare sau localizare a acestora. Mai mult decât atât, problema posibilității strategii ale autorităților monetare de neadmitere a apariției acestor „bull-uri” nu e soluționată nici la nivel teoretic. În literatura economică formându-se două direcții de abordare a acestei probleme.

Prima, presupune că autoritățile monetare nu trebuie să targeteze prețurile activelor financiare și să utilizeze rata dobânzii pentru minimizarea activității pe piața valorilor mobiliare. În special B. Bernake și M. Gartner remarcă, că „în cadrul targetării inflației poate fi obținut răspunsul la întrebarea, cum băncile centrale ar trebui să reacționeze la dinamica prețurilor activelor financiare; modificarea prețurilor la aceste active trebuie să abordeze politica monetar-creditară doar în măsura în care ele influențează prognoza băncii centrale cu privire la inflația¹”. Susținător al acestei poziții este și W. Buiter, care consideră, că prevenirea activității speculative trebuie să fie asigurată nu prin măsuri de politică monetar-creditară, ci prin regularizarea pieței valorilor mobiliare². Această poziție este supusă criticii din partea susținătorilor direcției a doua de abordare a problemei. Astfel N. Roubini consideră neîntemeiate argumentările adversarilor targetării prețurilor la activele financiare, din cauza incertitudinii apariției „bull-urilor” speculative³. A doua direcție presupune că autoritățile monetare pot utiliza instrumentele politicii monetar-creditară în vederea micșorării activității pe piața valorilor mobiliare.

¹ Bernanke B., Gertler M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? // www.princeton.edu/~bernanke/currentpapers.htm.

² Buiter W. Central Banks and Financial Crises // www.federalreserve.com

³ Roubini N. Why Central Banks Should Burst Bubbles // www.rgemonitor.com

În analiza economică tradițională se presupune, că dinamica prețurilor activelor financiare se determină reieșind din așteptările raționale ale agenților economici cu privire la valoarea viitoare reală a veniturilor din activele financiare. Respectiv apariția „bull-urilor” speculative se datorează anticipațiilor greșite ale investitorilor, evaluării insuficiente a condițiilor fundamentale ale pieței. Rezultă că o astfel de abordare nu ia în considerație pe deplin psihologia jucătorilor pieței, încrederea lor în posibilitatea de a ieși din joc înaintea altora, obținând venituri. De aceea „bull-urile” speculative – nu reprezintă greșeli ale evaluării riscurilor, ci un atribut indispensabil jocului bursier.

În același timp în realitate pot apărea deficiențe în identificarea intensificatorilor proceselor de pe piața valorilor mobiliare. Aceștia pot fi nu numai speculativi, ci să reflecte factorii fundamentali ai dinamicii valorii corporațiilor și mișcărilor tehnologice. În același timp dinamica prețurilor la activele financiare se realizează sub influența excesului de lichiditate din economia globală. În acest mod creșterea prețurilor se va realiza sub influența acelorași factori, ca și creșterea indicelui prețurilor de consum. În acest context Ch. Goodhart a propus calcularea indicelui inflației rezultând din cotațiile bursiere⁴.

Soluționarea problemei apariției „bull-urilor” speculative, are o mare însemnătate pentru asigurarea stabilității macroeconomice. Un răspuns cert se poate obține doar printr-o abordare strategică, delimitând sfera bancară de cea a pieței de valori. Măsurile fundamentale contra „bull-urilor” speculative trebuie să fie elaborate de regulatorii pieței valorilor mobiliare, iar pentru bănci sunt necesare contravenții sau reglementări apte de a proteja sistemul bancar de apariția și evoluția acestora, de exemplu introducerea rezervelor obligatorii la activitățile de acceptare a acțiunilor și obligațiunilor în calitate de gaj sau interzicerea acceptării instrumentelor financiare derivate și celor utilizate la securizarea activelor.

Particularitățile politicii monetar-creditare în Republica Moldova. Politica monetar creditară promovată de Banca Națională în linii generale poate fi caracterizată prin lipsă de sistemicitate și precizie a abordărilor metodologice. Până în anul 2006 obiectivul principal al politicii monetare era realizarea și menținerea stabilității monedei naționale prin crearea condițiilor pe piețele: monetară, de credit și valutară, bazate pe principiile funcționării economiei de piață. Deși Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei a fost modificată în ceea ce privește stabilirea ca obiectiv fundamental al politicii monetare – “asigurarea și menținerea stabilității prețurilor”, elaborarea programului monetar anual al BNM se efectuează în continuare în baza unor documente, strategii și acorduri⁵, în mod similar perioadelor precedente.

Banca Națională nu dispune de instrumente directe de urmărire și diminuare a inflației, de aceea politica monetară promovată are un caracter de țintire monetară. Măsurile ce se întreprind vizează în special masa monetară, volumul căreia influențează nivelul prețurilor în economie. Dirijarea masei monetare de către BNM

⁴ Goodhart Ch. What Weight Should Be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation // Economic Journal. 2001. Vol.111, June. P.335.

⁵ Cadrul de cheltuieli pe termen mediu, Strategia de Creștere Economică și Reducere a Sărăciei (SCERS), acordurile de politici economice și financiare între Guvernul Republicii Moldova, Banca Națională a Moldovei și organismele financiare internaționale

nu este directă ci prin utilizarea legăturii multiplicative a masei monetare cu baza monetară, acționând asupra celei din urmă – BNM influențează și masa monetară. Deci, la realizarea scopurilor strategice ale politicii monetar-creditare BNM utilizează baza monetară ca obiectiv operațional și a masei monetare ca obiectiv intermediar.

Țintind baza monetară banca centrală riscă să scape de sub control celelalte agregate monetare care pot înregistra valori care să nu corespundă obiectivelor propuse, deoarece acestea sunt influențate în mare parte de comportamentul agenților economici, populației și de deciziile băncilor comerciale. Regimul practicat mai are și alt dezavantaj, ce ține de necesitatea existenței unui relații stabile dintre indicii ce se dorește a fi controlat și agregatul țintit. Dacă legătura dintre cele două este slabă atunci agregatul monetar nu mai este atât de informativ și nu oferă o viziune adecvată despre politica monetară aplicată și rezultatele acesteia.

Este important de a ține cont că influența activităților întreprinse de autoritățile monetare asupra obiectelor politicii monetar-creditare variază în dependență factorii macroeconomici și dinamicii diverse a condițiilor economice externe. Din aceste motive selectarea unui anumit obiectiv de țintire a politicii monetar-creditare trebuie să fie efectuată în baza analizei întregului complex de indicatori macroeconomici. În practica mondială obiectiv al politicii monetar creditare tradițional este considerat asigurarea principalilor indicatori ai stabilității macroeconomice – creșterea economică, ocuparea populației, stabilitatea prețurilor etc. În acest sens trebuie de dispersat obiectivele politicii monetare de indicatorii realizării acestora. La ultimii se referă: agregatele monetare, ritmul inflației, dinamica ratelor de referință, nivelul menținerii cursului valutar etc.

Revenind la criza financiară mondială trebuie să menționăm că aceasta se transformă treptat într-o criză economică globală. Și din păcate constatăm că în pofida eforturilor susținute de guvernele țărilor dezvoltate precum și de structurile internaționale, efectele acesteia se tot resimt pe plan global. Actuala criză economică mondială a condiționat apariția unui șir de fenomene exogene care au impact iminent asupra evoluției economiei moldovenești afectând, în măsuri diferite, toate componentele sistemului economic moldovenesc.

Criza afectează economia Republicii Moldova în special sub 3 aspecte: a) diminuarea remitențelor; b) scăderea exporturilor (care și așa erau sub orice critică) și c) așteptările pesimiste ale populației.

Din moment ce conform majorității experților macroeconomici, efectele cele mai dezastruoase pentru economia Moldovei încă urmează a fi, putem trage concluzia și despre impactul asupra politicii monetar creditare promovate de autoritățile monetare. În mod normal, scăderea remitențelor și a exporturilor ar duce la creșterea inflației, adică devalorizarea leului și majorarea prețurilor. Totodată așteptările pesimiste ar putea crea probleme sistemului bancar și celui financiar în întregime.

Cele expuse mai sus ar putea surveni în eventualitatea unor scenarii pesimiste; deocamdată însă premisele de a se întâmpla un asemenea scenariu întârzie să apară. Politica antiinflaționistă dusă masiv de BNM a agravat impactul negativ al crizei mondiale asupra sectorului real al economiei naționale. Lipsa de lichidități în sectorul financiar și diminuarea masei monetare a redus accesul agenților economici la resursele de creditare, atât de necesare în perioada crizei. Aprecierea valutei naționale față de valutele convertibile, pe fundalul căderii valutei țărilor parteneri comerciali,

au făcut producția națională necompetitivă nu doar pe piața externă, ci și pe piața proprie.

Concluzii

Ținând cont de faptul că economia moldovenească este una de tip deschis, menținerea cursului valutar în continuare va duce la distrugerea producătorilor autohtoni pe de o parte, pe când devalorizarea rapidă se va solda cu creșterea prețurilor și tarifelor la resursele energetice importate, pe de altă parte. Astfel, politica monetar-creditară a BNM trebuie să găsească o soluție optimă pentru a nu permite realizarea nici unuia dintre aceste scenarii extreme. În condițiile în care nu se va trece treptat la devalorizarea ușoară a valutei naționale și nu vor fi efectuate infuzii iraționale de lichidități în economie nu se va putea vorbi despre o eventuală ieșire din criză.

Sunt necesare eforturi considerabile în vederea depășirii crizei financiare globale, eforturi durabile în timp și spațiu, datorită implicării masive în acest proces a majorității țărilor de pe glob. Nici Republica Moldova nu poate sta la o parte, în așteptarea unor soluții, ci urmează să-și găsească o cale proprie de depășire a crizei rezultând din specificul și condițiile economice proprii. Indiscutabil este doar faptul că în situația actuală promovarea unei politici monetar creditare rezonabile, de către autoritățile monetare, precum și utilizarea iscusită a instrumentelor acestei, va contribui major la stabilizarea economiei și depășirea situației de criză.