

**MONITORIZAREA STABILITĂȚII FINANCIARE
A REPUBLICII MOLDOVA**

Rodica PERCIUN¹, dr., conf. cercet., INCE

În acest articol, prin aplicarea metodei calitative, vom face analiza unor indicatori mai specifici, care caracterizează dezechilibrele, în scopul argumentării științifice a capacității acestora de a reflecta stabilitatea financiară sistemică, precum și identificarea particularităților economiei naționale și în vederea stabilirii valorilor – prag specifice, care pot semnaliza avertizarea crizei în Republica Moldova.

Cuvinte-cheie: stabilitate financiară, indicatori macroeconomici, dezechilibre, criză, etc.

In this paper, through the application of the qualitative method, we intend to analyze more specific indicators which characterize imbalances/disequilibria for scientifically argumentation of their ability to reflect the stability of the financial system and identify peculiarities of national economy and to establish specific threshold values, which may be a signal warning of the crisis in the Republic of Moldova.

Key words: financial stability, macroeconomic indicators imbalances crisis, etc.

Există un consens general potrivit căruia băncile centrale au un rol esențial în asigurarea stabilității financiare. Deși nu există reguli ori modele care să reflecte modalitatea de concretizare a acestui proces, monitorizarea stabilității financiare permite rezolvarea următoarelor probleme:

1. Identificarea situațiilor de criză în sistemul financiar național;
2. Evaluarea impactului crizei asupra securității financiare a țării;
3. Identificarea zonelor prioritare de dezvoltare a sistemului financiar;
4. Justificarea măsurilor necesare în programele strategice și proiectele naționale.

O actualitate deosebită capătă în ultimii ani cercetările privind identificarea factorilor capabili din timp să **semnalizeze apropierea crizei**. Esența acestor cercetări constau în alegerea acelor indicatori economico-financiar care posedă o asemenea putere de pronostic care va permite estimarea cu o probabilitate mare o posibilă instabilitate financiară [2]. **În opinia autorilor, problema, care trebuie soluționată, constă:**

- 1) în elaborarea unor criterii concrete care vor determina gradul de stabilitate financiară a țării;
- 2) identificarea unui set de indicatori care ar monitoriza starea sistemului financiar al țării;
- 3) stabilirea valorii-prag a indicatorilor sus-menționați,
- 4) identificarea indicatorilor SAT.

Schematic, componenta organizațională a monitorizării stabilității financiare arată în felul următor:



Fig. 1. Elementele de monitorizare a stabilității financiare

Sursa: elaborat de autor

Aceste elemente vor permite estimarea complexă a stabilității financiare reale în Republica Moldova, inclusiv evidențierea obiectivă a tendințelor, în special celor periculoase, de dezvoltare a economiei țării.

¹© Perciun Rodica, rodica21@gmail.com

Din totalitatea de indicatori care țin de stabilitatea financiară, considerăm oportun de a evidenția pe acei, care reflectă punctele critice ale funcționării sistemului financiar al țării. Anume acești indicatori ar trebui să fie folosiți în calitate de criterii-bază ai stabilității financiare.

Urmare cercetărilor au fost identificați și fundamentați un set de indicatori, pe care noi le-am integrat într-un Sistem de indicatori ai stabilității financiare (circa 75 de indicatori). Indicatorii au fost grupați pe componente și au fost testate și stabilite valorile-prag ale acestora.

În alte lucrări, noi deja am prezentat, cercetările noastre privind estimarea stabilității financiare sistemice prin intermediul indicatorilor macroeconomici cum sunt: indicatorii creșterii economice, indicatorii Balanței de plăți și comerciale, indicatorii monetari, rezervele oficiale ale statului, etc. În acest articol vom face analiza unor indicatori, care caracterizează dezechilibrele, și vom identifica particularitățile economiei naționale.

Analiza sectorială. Din analizele anterioare ale creșterii PIBului, se atestă o creștere economică instabilă, care este acompaniată cu recesiuni sectoriale. Cele mai semnificative recesiuni în sectoarele economiei naționale s-au înregistrat în anii 2009 și 2012 – industrie, în anul 2007, 2009 și 2012 – agricultura, în anul 2009 – construcții. *Pentru atingerea unei creșteri economice sustenabile, Republica Moldova trebuie să-și sporească producția în sectoare ca industria și alte ramuri care aduc valoare adăugată.*

Spre regret, un rol primordial în formarea PIBului Moldovei continuă să joace agricultura. Ritmul mic de creștere a astfel de sectoare, cum sunt: serviciile financiare, transporturi, comunicații, construcții, nu poate compensa căderile industriei, precum și trendul instabil de dezvoltare a agriculturii (Figura 2).

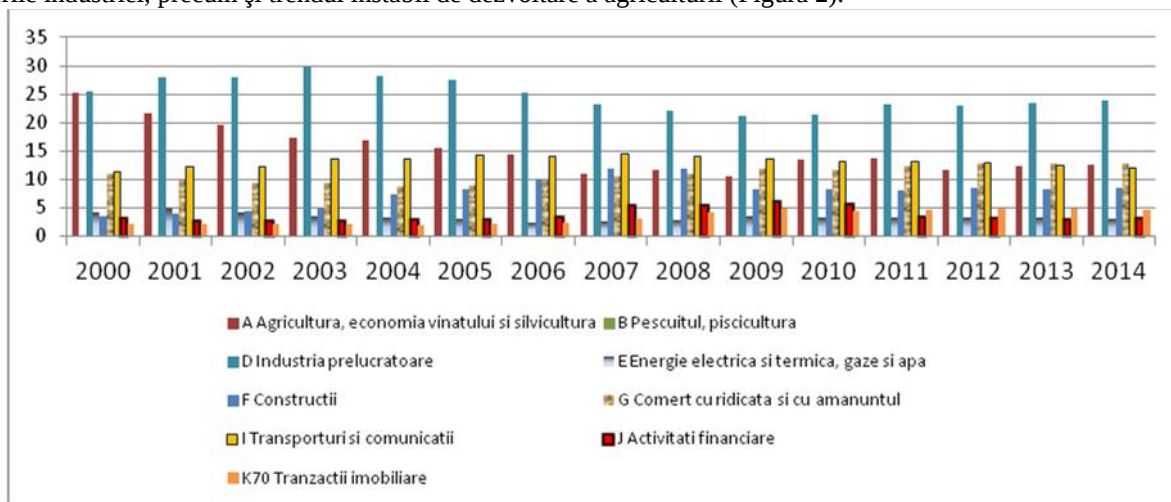


Fig.2. Dinamica creșterii sectoarelor economiei Republicii Moldova

Sursa: elaborat de autor în baza datelor BNS

Riscurile macroeconomice persistă în Republica Moldova în condițiile dezechilibrelor structurale. Mai mult ca atât, considerăm că ritmul de creștere a sectorului financiar în anii preciză a dus la stoparea creșterii în sectorul real. PIBul mic în Republica Moldova este o consecință a structurii neeficiente a producției și a dezindustrializării țării.

Creșterea economică, de regulă, duce la creșterea cererii pentru serviciile financiare și stimulează dezvoltarea sectorului financiar. În același timp, serviciile financiare performante permit cu mult mai eficient redistribuirea resurselor, în așa mod, contribuind la creșterea economică. Stabilitatea financiară a Moldovei reprezintă o condiție primordială a creșterii economice. Ponderea sectorului financiar în formarea PIBului poate fi un criteriu de bază care determină starea sectorului financiar național și gradul lui de dezvoltare și funcționare eficientă. Contribuția sectorului financiar în formarea PIBului este nesemnificativă, circa 3 la sută. *Prin urmare, putem menționa, că sectorul financiar național este decuplat de la economia reală și creează o economie monetară paralelă, în care se menține o iluzie de stabilitate conjuncturală. În același timp, profitul net al instituțiilor bancare este în creștere în fiecare an, de exemplu, în anul 2013 profitul net a crescut cu 78% în comparație cu 2012. Totodată, cota-parte a activelor sectorului financiar în PIB constituie peste 70%, ceea ce înseamnă dominarea pieței financiare asupra economiei tradiționale industriale. Cota-parte mare a sectorului financiar în PIB în comparație cu contribuția minoră în formarea acestuia atestă ruperea legăturii dintre sectorul real și cel financiar.* [2]

Mecanismul de stabilizare macroeconomică a unei economii este necesar pentru îmbunătățirea situației la nivel microeconomic. Mai ales, vulnerabilitățile interne sunt cele mai riscante pentru stabilitatea financiară a R. Moldova:

- Activitatea majorității întreprinderilor din sectorul real este în pierdere sau puțin profitabilă,
- Veniturile reale ale populației sunt foarte mici și majorarea lor este foarte lentă,
- Sistemul financiar nu stimulează creșterea economică.

În opinia noastră majoritatea țărilor-exportatoare de forță de muncă, din cauza lipsei dependenței directe de exportul produselor energetice, suportă consecințele crizei cu o anumită întârziere. Această situație se explică atât prin faptul că sistemul financiar este puțin eficient, cât și din cauza menținerii modelului de dezvoltare a economiei

naționale, model bazat pe consum, precum și orientat spre factorii externi de finanțare, cum ar fi: remitențele, granturile și creditele externe, majorarea taxelor și impozitelor, în special la import.

Indicele prețurilor de consum. Obiectivul fundamental al BNM este stabilitatea prețurilor. Astfel, ținta inflației este 5,0 la sută cu intervalul de $\pm 1,5$ puncte procentuale (Figura 3). Calcularea inflației conform IPC se utilizează pentru determinarea politicii de stabilizare pe termen mediu. FMI estimează parametrul-prag al acestui indicator pentru țările dezvoltate în valoare de 1-3% și de **11-12% pentru țările cu economii emergente**. Se consideră că în cazul ritmului de creștere a inflației de 2-3% pe an, inflația și creșterea economică corelează pozitiv.

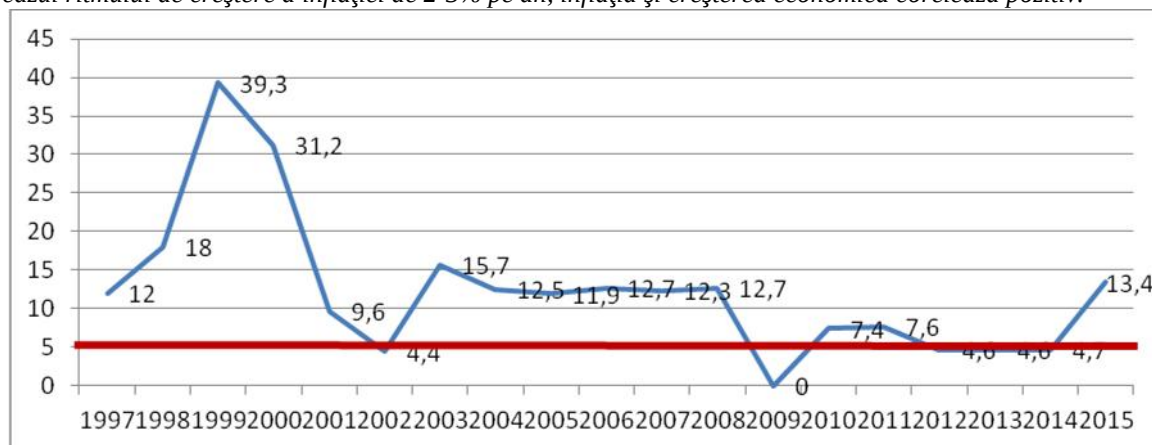


Fig. 3. Dinamica inflației conform IPC, %

Sursa: elaborat de autor în baza datelor BNM

În urma evenimentelor de la sfârșitul anului 2014 (în primul rând, deprecierea monedei naționale), inflația a crescut brusc în comparație cu anul 2013. Rata medie anuală a inflației în trimestrul IV a anului 2015 a constituit 13,4%, cu 8,7 p.p. mai mult decât în perioada similară a anului 2014. Au crescut prețurile la produsele alimentare, la medicamente, la tarifele la energia electric și gaz.

Monetariștii consideră că inflația (ritmul de creștere a prețurilor) trebuie să fie egală cu ritmul creștere a masei monetare (În ecuația $M \cdot V = P \cdot Q$, unde M – masa monetară nominală, V – viteza de rotație a banilor, P – nivelul prețurilor, Q – volumul PIB, creșterea economică se determină exogen și nu depinde de ritmul de creștere a masei monetare, iar viteza de rotație a banilor este relativ constantă). La viteza constantă de rotație a banilor nivelul prețurilor depinde întru totul de cantitatea banilor într-o economie. Dacă ritmul inflației este mai mare decât ritmul de creștere a masei monetare atunci, chiar dacă masa monetară nominală crește, masa monetară reală se micșorează. **Conform recomandărilor FMI statul trebuie să mențină ritmul de creștere a masei monetare la nivelul ritmurilor medii de creștere a PIBului, atunci nivelul prețurilor în economie va fi stabil.**

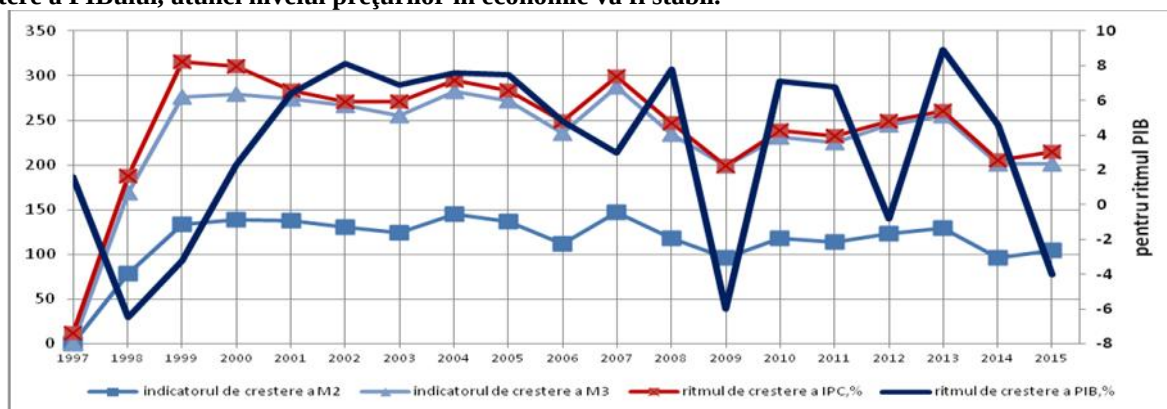


Fig. 4. Interconexiunea dintre ritmul inflației, creșterii economice și ofertei monetare

Sursa: elaborat de autor în baza datelor BNS și BNM

În politicile de stabilizare pe termen mediu limitarea masei monetare (abordarea monetaristă) se reflectă prin limitarea creșterii anuale a masei monetare: $M_i = P + Y$, unde: M_i – limita creșterii masei monetare; Y – ritmul mediu anual de creștere a producției, P – nivelul mediu anual de creștere a prețurilor (nivelul inflației) pe care statul se obligă să-l controleze. În ultimele cercetări se evidențiază o legătură dintre inflație și creșterea agregatelor monetare în țările cu economia de tranziție. Rezultatele indică că în țările cu o economie dolarizată, cum este Republica Moldova, este imposibil să formezi un tablou veridic despre dinamica inflației, dacă nu ții cont de volumul valutei străine în numerar, aflate în circulație. Totodată, în perspectivă, inflația depinde circa 50% de devalorizarea nominală efectivă a valutei naționale, 40% – de cheltuielile pentru forța de muncă, 10% – de prețurile pentru serviciile comunale. În Figura 4 este arătată această interconexiune dintre inflație (trendul prețurilor), ritmul de creștere economică și dinamica ofertei monetare în economia națională [1].

Creșterea rapidă a prețurilor în anul 1998, în comparație cu masa monetară, a dus la micșorarea veniturilor populației. Astfel, în perioada crizei economice din 1998-1999, ritmul de creștere a inflației a ajuns la aproximativ 40%. Și în anii următori inflația se menținea la un nivel mare. În anul precriză, 2007, ritmul de creștere a masei monetare M3 era cu mult mai mare decât ritmul de creștere a producției și a prețurilor de consum. În anul de criză, 2009, a avut loc o micșorare bruscă a ritmurilor de creștere a PIBului și a M3, respectiv cu 13,8 p.p și 25,6 p.p., iar inflația a ajuns la 0%. În anul 2012, odată cu creșterea masei monetare și a scăderii ritmului de creștere a PIBului, inflația a scăzut cu 3%, pe când în anul 2013, odată cu creșterea PIB și a masei monetare, inflația a rămas constantă. Anul 2015 se caracterizează prin următoarea interconexiune: ritmul de creștere a PIBului este de -0,5%, ritmul de creștere a M2 a fost egal cu 4,4%, iar M3 a scăzut cu circa 3%, în consecință avem o creștere a inflației până la 13,4%.

Iată de ce cu siguranță putem afirma că, în economia moldovenească nu se observă o legătură clară între inflație și creșterea masei monetare. Gradul de corelare dintre dinamica creșterii prețurilor și a creșterii masei monetare mai mult depinde de politica monetară în anumite perioade de dezvoltare a țării. Începând cu anul 2010, politica BNM cu privire la țintirea inflației a permis diminuarea inflației până la valoarea prag recomandată de FMI pentru țările cu economia în tranziție, totuși acest nivel de circa 5% este cu mult peste valoarea prag determinată de criteriile de la Maastricht (2-3%). Pentru estimarea stabilității financiare este important de ținut cont de faptul că pentru sectorul bancar primul semnal de precriză servește diminuarea bruscă a inflației cu creșterea ulterioară a acesteia. Semnalele de apariție a inflației sunt:

- Micșorarea puterii de cumpărare a leului,
- Modificarea cursurilor valutare,
- Scumpirea creditelor și diminuarea termenului de rambursare a acestora,
- Creșterea costului de consum la mărfurile de primă necesitate.

Dezechilibrul structural dintre economii și investiții. Deficitul contului curent reflectă tendințele economice care pot fi dorite sau nedorite pentru o țară la momentul respectiv. *Astfel, majorarea importurilor în comparație cu exporturile ne spune că Republica Moldova are probleme privind competitivitatea.* De asemenea, *dacă deficitul reflectă un nivel redus de economisiri și concomitent un nivel mic de investiții, atunci se poate concluziona că există o politică fiscală negândită și/sau o creștere semnificativă a consumului.* În așa mod, datorită unui nivel stabil de deficit al contului curent în Republica Moldova, agenții economici **au putut investi, iar populația a putut consuma mai mult, decât în cazul în care ar fi fost invers.** Acest model de dezvoltare este testat în prezent în statele UE în contextul crizei financiare [2]. Orice măsuri care sunt luate pentru a schimba soldul deficitului contului curent al balanței de plăți (de exemplu, schimbarea tarifelor, cotelor, cursului valutar) vor influența asupra dinamicii economiilor și investițiilor. Crizele financiare au demonstrat cât este de important să urmărim datele privind activele externe și obligațiunile țării ca parte componentă a unor vulnerabilități externe. Deficitul contului curent al balanței de plăți reflectă dezechilibrul structural dintre economii și investiții. Dezechilibrul contului curent trebuie examinat, în primul rând, ca un dezechilibru operațional de estimare a riscurilor aferente crizelor valutare și a datoriilor, pe termen scurt, și, într-al doilea rând, ca o oglindire a capacității de estimare a viitoarelor surse de finanțare a deservirii și stingerii datoriilor externe, pe termen de lungă durată. Despre o posibilă criză ne semnalează nivelul înalt al **deficitului contului curent raportat la investiții directe în economie.**

Cu un an înaintea crizei anului 2009 și a recesiunii economice din anul 2012 a fost înregistrată o majorare a deficitului contului curent a Republicii Moldova raportat la investiții. Acest indicator a constituit minus 37,6% în anul 2008 și respectiv -26,1% în anul 2011. Totodată, doar o parte mică din economiile parvenite din surse externe se transformă în investiții.

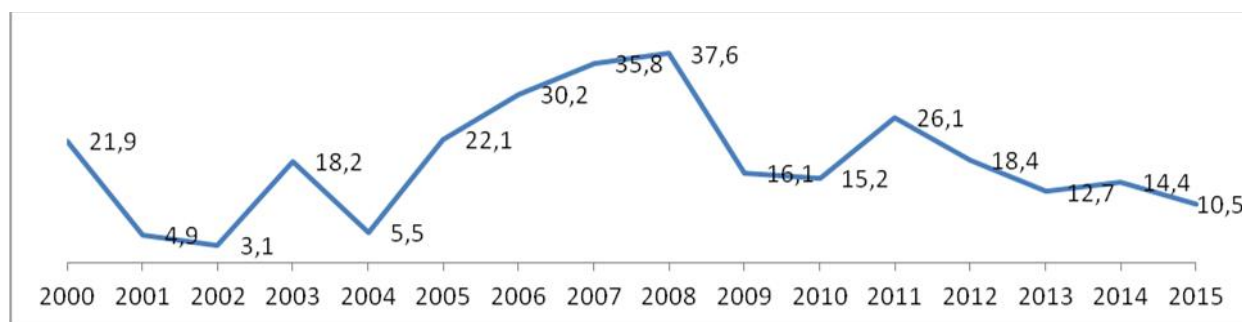


Fig.5. Deficitul contului curent raportat la investițiile directe în economie, %

Sursa: elaborat de autor în baza datelor BNM

În contextul asigurării stabilității financiare, este important de a găsi acea corelație optimă dintre economii și investiții, care ar permite țării a aibă o dezvoltare economică sustenabilă. Conform datelor statisticii naționale, investițiile în capitalul fix sunt mai mari decât economiile brute. Teoretic Republica Moldova ar trebui să se afle în faza de creștere activă, însă, în realitate creșterea investițională, determinată de **indicatorul de formare brută a capitalului** este mai mică decât valoarea – prag recomandată de 40% din PIB. În perioada transformărilor economice, mai ales de ieșire din criză, acest indicator trebuie să fie cât mai mare posibil, deoarece diminuarea veniturilor duce la micșorarea economisirilor și la rândul său, la reducerea investițiilor și tergiversarea creșterii economice. În perioada crizei anului 2009 se atestă scăderea bruscă a economisirilor și investițiilor. Cu doi ani înaintea crizei se atestau semne de

supraîncălzire a economiei: creșterea investițiilor și economiilor odată cu creșterea creditelor interne și externe. Creșterea economiilor brute în anul 2007 a dus la o creștere semnificativă a investițiilor în active materiale pe termen lung în anul 2008. Totuși, economisirile interne nu acoperă necesitățile investiționale ale economiei R. Moldova.

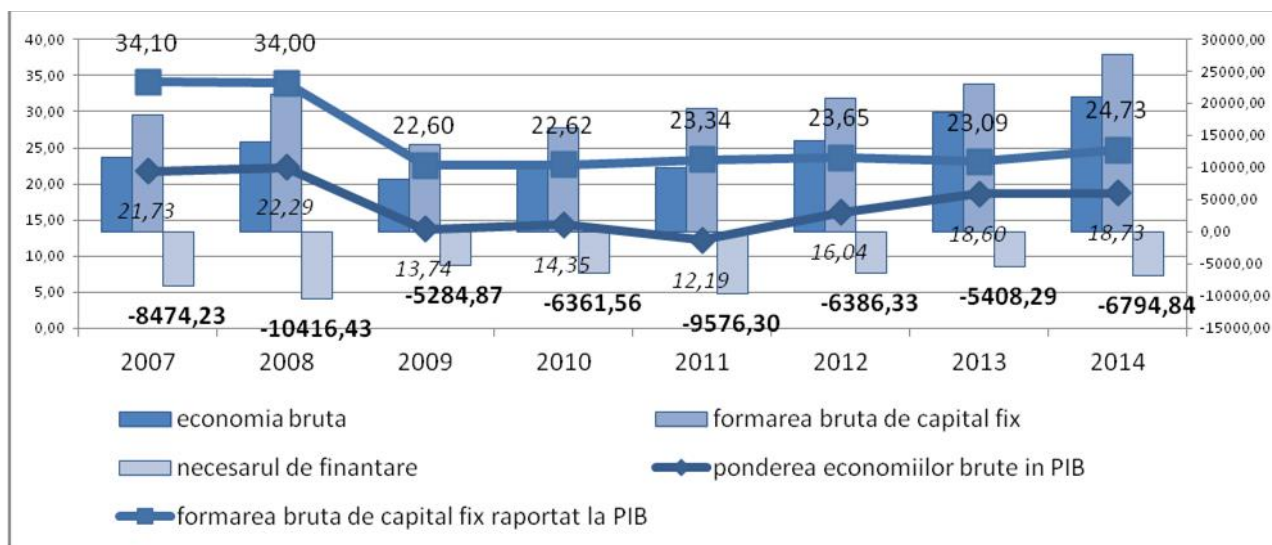


Fig. 6. Economisirile, investițiile și necesarul de finanțare în Republica Moldova, mld. lei
Sursa: elaborat de autor în baza datelor BNS

Micșorarea concomitentă a formării brute a capitalului și a economiilor brute reprezintă una din cele mai vulnerabile tendințe ale dezvoltării economiei naționale. O altă problemă și mai serioasă este faptul că în perioada post criză de restabilire a creșterii economice, investițiile brute nu au atins nivelul anilor de până la criză. Cu cât cresc investițiile și economisirile într-o economie cu atât crește viteza de formare a venitului național. După calculele făcute de experții Centrului de investiții și inovații a IE a AȘR, fiecare 3% de creștere a investițiilor duc la creșterea PIBului cu 1-2%, și viceversa. Pentru atingerea unei creșteri de 5% a PIBului este necesar de a prognoza creșterea investițiilor de 10-15% [1]. În Figura 7 este arătată corelația dintre gradul de transformare a economisirilor în investiții și creșterea economică a Republicii Moldova.



Fig. 7. Corelarea dintre ritmul de creștere a investițiilor și creșterea economică,%
Sursa: calculat de autor

În concluzie, majoritatea întreprinderilor sectorului real al economiei Republicii Moldova duc lipsă de mijloace pentru finanțarea unor investiții pe termen lung. Activitatea investițională a unei întreprinderi ar trebui să se facă, în primul rând, din surse proprii.

Analiza rentabilității reprezintă indicatori importanți în determinarea gradului de stabilitate financiară a unui stat.

1. **Rentabilitatea economiei (R)** se consideră că situația pe piața monetară este satisfăcătoare, dacă rentabilitatea economiei (R) este mai mare decât inflația (i), adică $R > i$

2. **Rentabilitatea ramurilor-cheie**. Acest indicator trebuie să fie cel puțin mai mare decât nivelul inflației, dar este de dorit ca să-l depășească cu 3-5 p.p

3. **Corelația dintre rentabilitate și rata dobânzilor**. Trebuie să corespundă relației $R > ic > id > i$, unde ic – rata dobânzii la credite; id – rata dobânzii la depozite.

Deci, *dobânda la depozite trebuie să fie mai mare decât inflația*, în caz contrar nu va exista un stimulent de atragere a economiilor în sectorul bancar, iar aceste mijloace se vor direcționa spre piața de consum. *Rata de dobândă la credite trebuie să fie mai mare decât rata de dobândă la depozite*, în caz contrar, sectorul bancar va suferi pierderi, iar pe termen lung se va dilua capitalul bancar. *Rentabilitatea întreprinderilor trebuie să fie mai mare decât rata dobânzii la credite*, în caz contrar investițiile întreprinderii se vor solda cu pierderi.

Rentabilitatea economiei Republicii Moldova atît per total cît și pe sectoare se caracterizează prin indicatorii instabili, avînd un trend foarte oscilant. Mai mult ca atît, încă în anul 2013, cînd efectuam acest studiu, situația pe piața creditară dădea semne critice pentru an. 2014, deoarece rentabilitatea economiei era cu mult mai mică decît ratele dobînzilor la credite, la depozite și decît inflația după IPC (Figura 8). Din cauza rentabilității mici a sectorului real, scad și investițiile în capitalul fix. Ratele dobînzii la credite se adeveresc a fi foarte mari pentru activitatea de antreprenariat în așa sectoare cum sunt: agricultura, industria prelucrătoare. În așa mod, scade și venitul național, care la rîndul său, accentuează așa probleme sociale ca ocuparea forței de muncă, ca în consecință, să ducă economia în depresie pe o perioadă nedeterminată de timp. Rentabilitatea sectorului de servicii financiare este puțin mai mare decît inflația și rata dobînzii la depozite (anul 2013), totuși investițiile în dezvoltarea sectorului financiar sunt mai puțin profitabile decît activitatea tradițională a băncilor – acordarea creditelor. Gradul mare de profitabilitate a băncilor, apărut în urma creditelor de consum, permite băncilor, care sunt active pe această piață, să stabilească dobînzii mai mari și la depozitele pentru persoane fizice. Aceasta permite sectorului bancar să nu fie afectat prea tare de modificările ratelor efectuate de BNM [2].

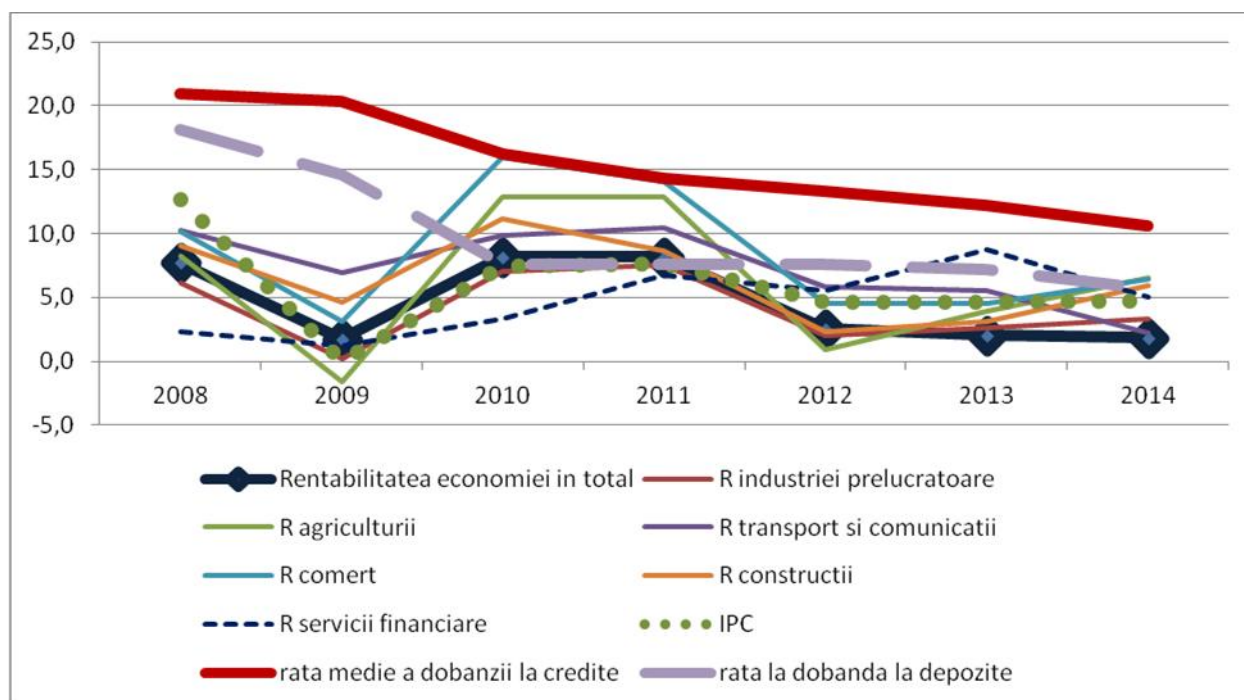


Fig. 8. Corelația dintre rentabilitatea economică, inflație și ratele dobînzilor

Sursa: elaborat de autor în baza datelor BNS

În încheiere, acest exercițiu de monitorizare a stabilității financiare sistemice poate fi completat și cu alți indicatori. Însă, important este că, acesta ne-a ajutat să demonstrăm că într-adevăr există o legătură strânsă între indicatorii aleși de noi și crizele sau instabilitățile din economia națională, și care ne-a permis să identificăm factorii capabili din timp să semnalizeze apropierea crizei.

BIBLIOGRAFIE

1. Perciun R., Cuhai R., Clichici D., et. Stabilitatea financiară a economiei în tranziție, ISBN 978-9975-3032-4-8, Chișinău: INCE, 2015, 416 p.
2. Перчун Р., Петрова Т. Финансовая безопасность Республики Молдова, LAP LAMBERT Academic Publishing, Saarbrücken, Deutschland, 2014, 119c.