

CUMPĂRĂRILE DE VALUTĂ ALE BĂNCII CENTRALE CA INSTRUMENT AL POLITICII MONETARE: CAZUL REPUBLICII MOLDOVA

R. Cuhal¹, V. Cuhal²

¹Banca Națională a Moldovei², Academia de Studii Economice

1. INTRODUCERE

În majoritatea teoriilor economice politica monetară este acea politică care vizează atingerea unor obiective macroeconomice prin exercitarea de către Banca Centrală a funcției de control asupra modificării ofertei de bani pe piața monetară. În fiecare țară politica monetară și valutară presupune atingerea unui obiectiv final, care se poate realiza prin atingerea multiplelor obiective operaționale și intermediare. Atingerea obiectivelor propuse și realizarea integrală a politicii monetare și valutare depinde în mare măsură de instrumentele utilizate de către Banca Centrală, eficacitatea cărora variază de la o țară la alta în funcție de politica economică a țării în ansamblu și de relația politicii monetare și valutare cu celelalte politici macroeconomice ale statului.

2. CONȚINUTUL ȘI ROLUL INTERVENȚIILOR BĂNCII CENTRALE PE PIAȚA VALUTARĂ

Majoritatea țărilor, în special cele cu economie în tranziție acordă o importanță majoră intervențiilor băncii centrale pe piața valutară prin cumpărări de valută străină, care pot încuraja sau periclita evoluția economiei țării în ansamblu. Cumpărările de valută de către banca centrală ca fiind unul din instrumentele politicii monetare și valutare utilizate în scopul reglării fluctuațiilor cursului de schimb reprezintă sursa principală de completare a rezervelor valutare internaționale și de creștere a bazei monetare. Politica monetară și valutară și piața monedei și devizelor se întrepătrund în categoria comună a cursului de schimb. Stabilitatea ratei de schimb a monedei naționale apare astăzi ca un element al „strategiei de dezinflație competitivă”. Un curs de schimb stabil și puternic produce efecte favorabile asupra valorii interne a monedei (puterea de cumpărare a acesteia) contribuind, în mod esențial, la stabilizarea prețurilor.

Urmărind atingerea obiectivului final al politicii monetare și valutare, Banca Centrală

trebuie să intervină pe piața valutară reglementând autoritar anumite operațiuni pe această piață. Astfel, banca centrală poate cumpăra sau vinde moneda națională pe piață contra valutei străine, atingând echilibrul necesar pentru atingerea obiectivului propus. Datorită faptului că atingerea echilibrului pe piața valutară nu poate fi realizat doar prin utilizarea instrumentelor tradiționale ale politicii monetare și valutare, cum ar fi operațiunile valutare spot și forward, swap-urile valutare, banca centrală își rezervă dreptul de a controla și de a participa la operațiunile de cumpărare și vânzare a valutei străine pe piață.

În ceea ce privește Republica Moldova, după criza financiar-valutară din anul 1998, Banca Națională nu-și asumă obligațiunea de a interveni cu regularitate pe piața valutară în calitate de vânzător, însă își rezervă dreptul de a efectua intervenții valutare în cazul necesității stringente de a atenua fluctuațiile excesive a cursului valutar real și de a influența evoluția lui în scopul creării unor condiții favorabile creșterii exporturilor.

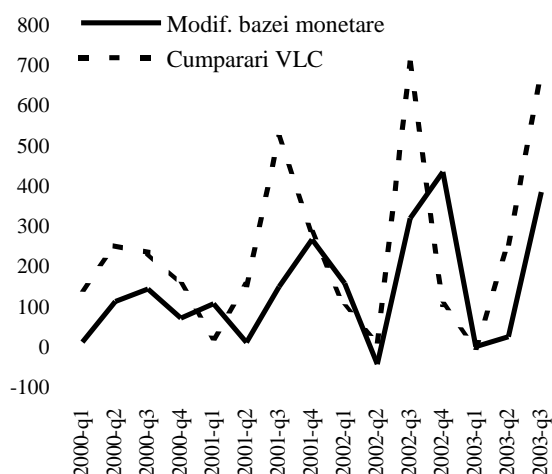
Intervenția nesterilizată a băncii centrale afectează direct baza monetară și, prin această legătură influențează în mod restrâns agregatele monetare și condițiile monetare în general. În primul rând apare întrebarea cât de strânsă este legătura dintre baza monetară și creșterea ofertei monetare? Acest aspect este important deoarece operațiunile nesterilizate de intervenție pot să nu afecteze material condițiile monetare dacă raportul dintre masa monetară și baza monetară¹ (multiplicatorul monetar) are o tendință descrescătoare. În al doilea rând, apare întrebarea dacă există momente când creșterea monetară rapidă poate fi considerată compatibilă cu stabilitatea prețurilor, datorită, de exemplu, pieței financiare sau modificărilor cu caracter reglementar care au determinat creșterea cererii monetare? În aceste circumstanțe intervenția și acumularea nesterilizată de intrări de valută străină pot avea un impact inflaționist limitat.

¹Agregat monetar care constă din rezervele băncilor și numerarul în circulație și reprezintă emisiunea netă de bani a băncii centrale.

Pentru a răspunde la aceste întrebări este necesar de analizat mai întâi legătura dintre cumpărările de valută și nivelul indicelui prețurilor de consum în următoarea succesiune de influență: 1) cumpărările de valută determină emisiunea suplimentară de bani efectuată de către banca centrală, fapt ce duce la majorarea bazei monetare; 2) în rezultatul efectului multiplicării banilor crește oferta monetară; 3) creșterea pe această cale a ofertei monetare constituie un factor potențial de majorare a inflației. Ca rezultat al analizei acestei succesiuni de influență se poate concluziona că influența cumpărărilor de valută asupra inflației nu este directă și momentană. Pe lângă aceasta, intensitatea legăturii sus-menționate este redusă de

sunt, la moment, sursa principală de majorare a rezervelor bancare, care asigură efectuarea de către băncile comerciale a operațiunilor active: creditarea, plățile interbancare, eliberarea numerarului. Cumpărările de valută duc la majorarea bazei monetare, care determină majorarea ofertei de bani din partea sistemului bancar. Procesul de multiplicare a banilor este inițiat doar în cazul în care rezervele bancare au fost direcționate la acordarea creditelor economiei. Astfel, se poate face prima concluzie: cumpărările de valută de către Banca Națională a Moldovei determină majorarea ofertei monetare doar în cazul în care lichiditățile primite în urma acestei tranzacții sunt direcționate de către băncile comerciale la acordarea creditelor

Figura 1. Dinamica trimestrială a volumului de cumpărări de valută străină și modificarea bazei monetare, mil lei

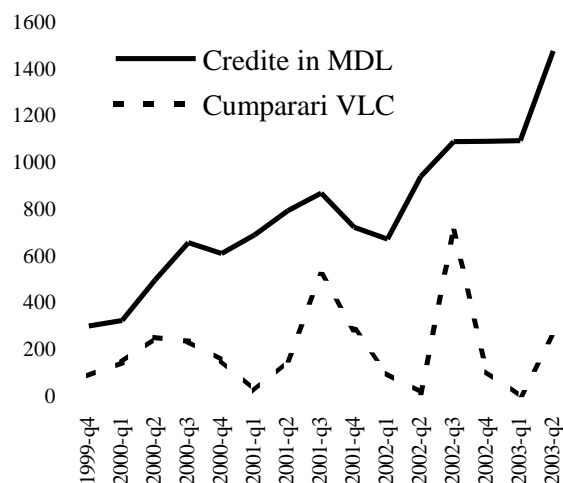


Sursa: Graficul efectuat de către autori în baza datelor Sintezelor monetare ale Băncii Naționale a Moldovei pe anii 2000-2003.

lagul temporar și incertitudinea care apar în lanțul influențelor: baza monetară → oferta monetară → inflația, deoarece efectul influenței procesului de multiplicare a banilor asupra nivelului prețurilor poate fi analizat doar în contextul fluctuațiilor cererii de bani și cererii agregate în economie în ansamblu. În continuare vor fi prezentate concluziile privind rolul cumpărărilor de valută în procesul majorării ofertei de bani și influența lor asupra nivelului prețurilor.

Cumpărările de valută efectuate de către Banca Națională a Moldovei pe piața valutară interbancară reprezintă un instrument al politicii monetare și valutare, care are drept scop controlul BNM asupra nivelului bazei monetare. În același timp cumpărările de valută de la băncile comerciale

Figura 2. Dinamica trimestrială a volumului cumpărărilor valutei străine și volumul creditelor noi acordate în monedă națională cu un lag de 1 trimestru, mil lei



Sursa: Graficul efectuat de către autori în baza datelor Sintezelor monetare ale Băncii Naționale a Moldovei pe anii 2000-2003.

economiei.

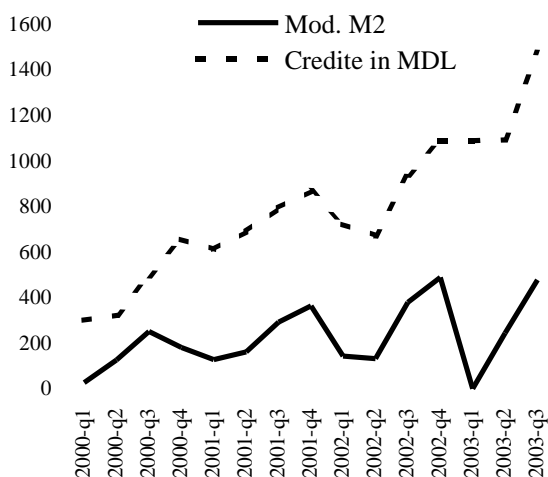
Figurile 1 și 2 prezintă influența cumpărărilor de valută străină asupra modificării bazei monetare și a volumului creditelor acordate în monedă națională. Fluctuațiile bazei monetare și a dinamicii volumului de valută străină cumpărată de BNM sunt asemănătoare, însă coeficientul corelării lor (0.67) nu permite aprecierea interdependenței certe dintre ele. Este necesar de menționat faptul că în cazul cumpărărilor unui volum esențial de valută străină de către BNM există un lag temporar de un trimestru dintre volumul maxim de cumpărări și baza monetară, care este cauzat de faptul că procurările de valută străină condiționează modificarea imediată a bazei monetare, însă, pe parcursul unei perioade de timp lung dinamica bazei

monetare este influențată și de alți factori: efectuarea de către BNM a operațiunilor de sterilizare, operațiunilor de refinanțare, tranzacțiilor valutare de tip swap, acumularea mijloacelor în conturile bugetare etc.

Figura 2 indică existența, fie a legăturii, fie a coincidenței dinamicii volumului creditelor acordate și a cumpărărilor de valută, lagul temporar al cărora începând cu anul 2001 s-a micșorat de la 2 până la un trimestru.

Concluzia este: *cumpărările de valută străină de către BNM acționează asupra volumului creditelor în monedă națională acordate economiei de către sectorul bancar cu un lag temporar în mediu de 1.5 trimestre.*

Figura 3. Dinamica volumului creditelor noi acordate în monedă națională și majorarea masei monetare M2, mil. lei



Sursa: Graficul efectuat de către autori în baza datelor Sintezelor monetare ale Băncii Naționale a Moldovei pe anii 2000-2003

Instabilitatea lagului temporar se explică atât prin fluctuațiile cererii de bani din partea economiei naționale, cât și motivul vânzărilor de valută străină de către băncile comerciale în scopul completării rezervelor lor: necesarul de bani pentru deservirea clienților, îndeplinirea normativului rezervării obligatorii, profitabilitatea mai mare a tranzacțiilor în monedă națională etc.

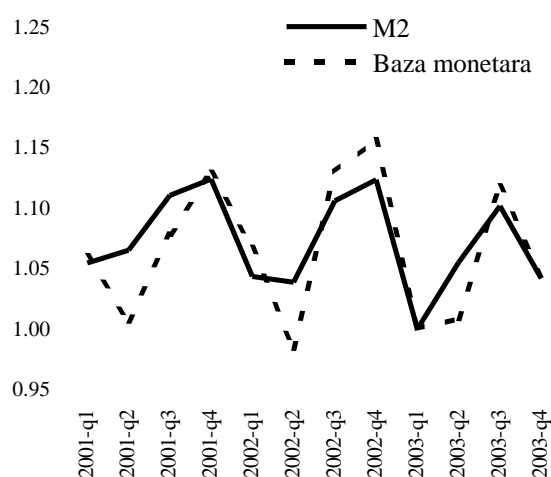
Analiza comportamentului rezervelor excesive în contextul cumpărării valutei străine de către BNM evidențiază lipsa unei legături previzibile, fapt ce se explică printr-o instabilitate înaltă a rezervelor excesive în perioade de scurtă durată.

3. CREDITAREA ECONOMIEI ȘI IMPACTUL EI ASUPRA MASEI MONETARE

Efectul multiplicativ al creșterii bazei monetare apare în procesul creditării economiei naționale, de aceea este necesar de a analiza legătura dintre volumul creditelor și modificarea masei monetare M2 (activele în valută străină nu participă în procesul expansiunii monetare).

Figura 3 reprezintă dinamica volumului creditelor noi acordate și modificarea masei monetare M2. În baza acestui grafic se observă că între M2 și volumul creditelor noi acordate există o

Figura 4. Ritmurile creșterii masei monetare M2 și bazei monetare, medii trimestriale, indici



Sursa: Graficul efectuat de către autori în baza datelor Sintezelor monetare ale Băncii Naționale a Moldovei pe anii 2000-2003

legătură bine determinată și fără laguri temporare. În acest mod putem concludiona: *procesul creditării provoacă o modificare rapidă a masei monetare M2 în dinamică trimestrială.*

Figura 4 reprezintă evoluția ritmurilor medii trimestriale a masei monetare M2 și a bazei monetare. Se observă o legătură destul de strânsă dintre acești indicatori (coeficientul corelației 0.84), dar în același timp majorarea bazei monetare nu are o influență permanentă asupra creșterii masei monetare M2. Astfel, figurile 3 și 4 confirmă concluzia că: *baza monetară are o influență semnificativă și imediată asupra masei monetare M2 numai în cazul în care băncile comerciale direcționează rezervele sale în creditarea economiei naționale.*

4. INFLUENȚA OFERTEI DE BANI ASUPRA NIVELULUI PREȚURILOR

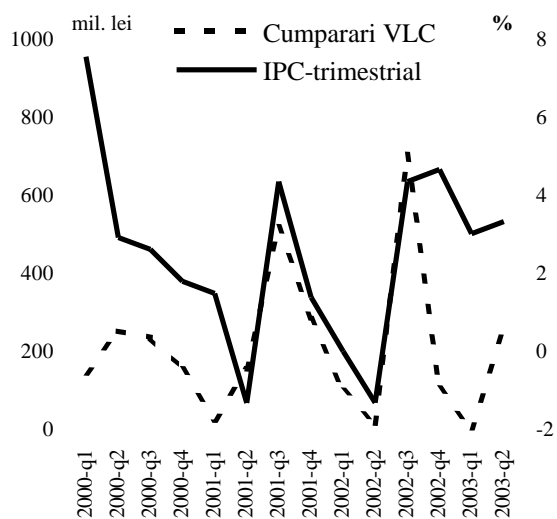
Cercetările ulterioare trebuie îndreptate spre determinarea influenței ofertei de bani asupra nivelului prețurilor.

Analiza econometrică a influenței cumpărărilor de valută asupra evoluției prețurilor de consum nu a identificat nici un tip de corelare dintre acestea.

Testul bilateral al existenței legăturii cauzale Granger Causality cu laguri temporare de la 1 lună până la 10 luni nu a confirmat faptul, că ritmurile creșterii prețurilor de consum sânt provocate de cumpărările de valută străină.

Cu toate acestea, cercetarea elasticității indicatorilor monetari în funcție de volumul cumpărărilor de valută indică o instabilitate înaltă a legăturii, fapt ce nu permite utilizarea elasticității în calitate de instrument de analiză.

Figura 5. Dinamica trimestrială a volumului cumpărărilor de valută și ritmul creșterii M2 prețurilor de consum



Sursa: Graficul efectuat de către autori în baza datelor Sintezelor monetare ale Băncii Naționale a Moldovei pe anii 2000-2003

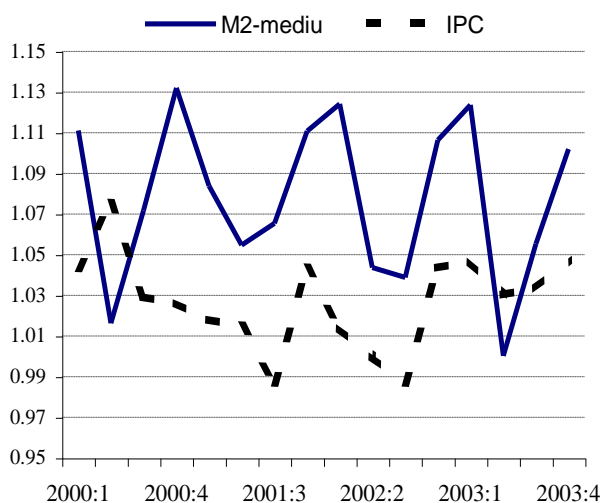
Totodată, dinamica trimestrială a cumpărărilor de valută și a ritmului creșterii prețurilor de consum cu un lag temporar de un trimestru grafic corespund (vezi figura 5). Însă, acest grafic reflectă existența lagului temporar dintre fluctuațiile sezoniere a acestor doi indicatori. De exemplu, în trimestrele I și II cumpărările de valută străină de către BNM sunt reduse datorită

lipsei ofertei de valută, iar ritmul creșterii prețurilor de consum este redus în trimestrul III (în lunile de vară) datorită scăderii prețurilor la produsele agricole.

În analiza influenței ofertei monetare asupra ritmului creșterii prețurilor este necesar de concretizat faptul că masa monetară participă la realizarea tranzacțiilor cu cantitatea de bunuri și servicii din economie. Astfel, influența ofertei monetare asupra inflației, trebuie privită prin prisma nivelului general al prețurilor – deflatorul PIB. Dat fiind faptul că acest indicator macroeconomic este comensurat în termeni trimestriali și anuali, Băncile Centrale se conduc după evoluția indicelui mediu al prețurilor de consum pentru ultimele 12 luni.

Conducerea politicii monetare și valutare a Băncilor Centrale după evoluția IPC nu implică analiza cantitativă a influenței agregatelor monetare asupra coșului de bunuri și servicii de consum (1500 de bunuri și servicii în cazul Republicii Moldova), ci urmărește tendința acestui

Figura 6. Dinamica creșterii masei monetare (medie trimestrială, lag – 1 trimestru) și a prețurilor (IPC trimestrial), indici



Sursa: Graficul efectuat de către autori în baza datelor Sintezelor monetare ale Băncii Naționale a Moldovei pe anii 2000-2003

indicator în contextul atingerii unui nivel general al prețurilor adecvat scopului propus în contextul situației macroeconomice prognozate.

În acest context, estimarea ponderii ofertei monetare în totalitatea factorilor de influență asupra ritmului creșterii prețurilor de consum este dificilă din următoarele cauze:

- elasticitatea prețurilor către oferta monetară nu este constantă nici în perioade de scurtă durată;
- lag-urile de influență a dinamicii masei monetare asupra inflației, de asemenea nu sunt constante în timp;
- IPC include nu numai fluctuațiile prețurilor cu caracter „nemonetar”, ci și influența lor asupra nivelului prețurilor altor mărfuri și servicii.

Figura 6 reflectă influența masei monetare medii trimestriale M2 cu un lag temporar de un trimestru asupra comportamentului prețurilor de consum pentru perioada anilor 2000-2003.

Din grafic se observă faptul că în anii în care influența majorării prețurilor administrative (la gaze naturale, energie electrică, transport și combustibil) și prețurilor la produse agricole nu a fost semnificativă (anii 2001 și 2002), adică valoarea IPC se apropie de valoarea inflației de bază, se evidențiază legătura dintre indicele prețurilor de consum și ritmul creșterii ofertei monetare M2. În perioadele (anul 2000 și 2003) când ritmul creșterii prețurilor de consum este influențat de factori cu caracter nemonetar, determinarea influenței ofertei monetare asupra IPC este destul de dificilă.

În acest sens se poate menționa că conform unor studii efectuate în baza economiilor avansate în tranziție impactul direct al politicii monetare asupra inflației domestice este limitat – atât din partea agregatelor monetare, precum și din partea ratelor dobânzii. Totodată, este comensurabil impactul prețurilor de import, ratei de schimb, salariului și în unele țări – a cererii agregate.

La fel, într-o economie matură cu o economie de piață politică monetară este reprezentată prin rata de bază. Totodată, într-o economie de tip închis canalele principale a politicii monetare de acțiune asupra inflației sunt: cererea agregată și anticipările. În economia de tip deschis canalele suplimentare sunt (în ordinea vitezei celei mai mari de acțiune): canalul direct al ratei de schimb pentru transmisia politicii monetare asupra inflației prin intermediul prețurilor de import, efectul real al ratei de schimb asupra cererii agregate prin prețurile relative a produselor de import și autohtone, impactul ratei de schimb asupra prețurilor la produsele autohtone prin costurile cheltuielilor intermediare și salarii. Mai mult ca atât, o economiei și mai deschisă va fi afectată într-o măsură mai mare de: influența asupra bunăstării prin intermediul prețurilor la active și șocurile externe.

De asemenea se poate menționa că unele Bănci Centrale cum ar fi: Banca Canadei, Banca Centrală a Australiei, Banca Națională a Suediei etc. au trecut la utilizarea inflației de bază în calitate de indicator al politicii monetare și valutare. Inflația

de bază (*eng.* „*core inflation*”) reprezintă indicatorul ce exclude fluctuațiile prețurilor care nu sunt sub controlul Băncilor Centrale, cum ar fi majorarea/diminuarea administrativă a prețurilor, eliminarea ajustărilor sezoniere a prețurilor, oscilațiile prețurilor determinate de cataclisme naturale etc. În aceste condiții, dinamica și evoluția indicelui prețurilor de consum rămâne prerogativa politicii economice a statului.

5. CONCLUZII

1. Cumpărarea valutei străine nu este factorul ce determină nemijlocit nivelul prețurilor, dar influențează ritmul creșterii prețurilor de consum, fiind sursa de creștere a ofertei monetare. În același timp, factorul decisiv de influență este utilizarea ulterioară de către bănci a rezervelor obținute: deservirea circulației banilor în numerar, creditare, etc. Cumpărarea valutei străine de către BNM exercită o influență semnificativă asupra nivelului prețurilor doar în cazul existenței cererii de credite în economie națională. Analiza legăturii dintre cumpărarea valutei străine și inflație nu indică existența unei corelații dintre ele.

2. Lagul temporar al reacției ritmului creșterii prețurilor la cumpărările de valută străină poate fi determinat în limitele a 2-3 trimestre (luând în considerație lagurile dintre cumpărările de valută și volumul creditării economiei și dintre creșterea ofertei monetare și inflație) în condițiile reacției neunivoce al nivelului prețurilor. Situația se complică și din cauza faptului, că IPC include o serie de factori ce nu sânt sub controlul BNM.

3. Stabilirea lagului temporar și a caracteristicilor cantitative (numerice) a influenței cumpărării valutei străine asupra ritmului creșterii prețurilor nu poate fi determinată datorită incertitudinii ce apare în lanțul influenței cumpărarea valutei → oferta monetară, precum și în lanțul oferta monetară → ritmul creșterii prețurilor.

4. În cazul în care prin cumpărările de valută Banca Națională are ca scop completarea rezervelor valutare sau atenuarea fluctuațiilor cursului de schimb, este necesară sterilizarea ofertei de bani care rezultă din această operație.

Bibliografie

1. Adams, D., Henderson, D., *Definition and Measurement of Exchange Market Intervention*, Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Study nr. 126, Washington D.C. 1983.

2. **Argy V., Porter, M.**, *The Forward Exchange Market and the Effects of Domestic and External Disturbances Under Alternative Exchange Rate System*, *International Monetary Fund Staff Papers* nr.19, pp. 503..573, 1972.
3. **Ben-Bassat, A.**, *The Optimal Composition of Foreign Exchange Reserves*, *Journal of International Economics* nr.10, pp. 285...295, 1980.
4. **Bernanke, B.S., Woodford, M.**, *Inflation forecasts and monetary policy*, *Journal of Money, Credit and Banking* nr. 29, 1997, pp. 653...684
5. **Charles A.E. Goodhart, Jose Vinals**, *Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples of Europe and Antipodes*, *International Monetary Fund*, Washington D.C., 2000.
6. **Chiriță, N., Scarlat, E.**, *Politici macroeconomice. Teorie și aplicații*. Editura Economică, București 1998.
7. **Clarida, R., Gali, J., Gertler, M.**, *Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence*, *European Economic Review* nr. 42, 1998, pp. 1033...1067.
8. **Gaftoniuc S.**, *Finanțe internaționale. Ediția III*. Editura Economică, București 2000.
9. **Glick, R., Hutchison, M.**, *Exchange Rate Policy and Interdependence. Perspectives from the Pacific Basin*. Cambridge University Press, 1994
10. **Manolescu, G.**, *Politici economice. Concepte, instrumente, experiențe*. Academia Română. Institutul de cercetări financiare și monetare „Victor Slăvescu”, Editura Economică, București 2000
11. **Rober, B.**, *Inflation and Economic Growth*, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, vol.35, n.2, May 1995.
12. **Sahay, R., Vegh, C.**, *Inflation and Srrabilisation in Transition Economies: A Comparison with Market Economies*, IMF WP 95/8, January 1995.
13. **Wallace, N.**, *A Legal Restrictions Theory of the Demand for Money and the Role of Monetary Policy*, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* nr. 7, Winter, 1 – 7, 1983.
14. **Wallace, N.**, *Some Alternative Monetary Models and Their Implications fo the Role of Open-Market Policy In Modern Business Cycle Theory*, Robert J. Barro, ed., Cambridge, MA: Harvard University Press, p. 306...328, 1989.
15. **Woodford, M.**, *Nonstandard indicators of monetary policy: can their usefulness be judged from forecasting regressions?* in G. Mankiw (ed), *Monetary Policy*, Chicago: University of Chicago Press., 1994.

Recomandat spre publicare: 28.06.2004