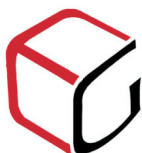


# Expres Analize

**nr. 72,  
28 noiembrie 2011**



**Expert-Grup**  
CENTRU ANALITIC INDEPENDENT

[www.expert-grup.org](http://www.expert-grup.org)  
[info@expert-grup.org](mailto:info@expert-grup.org)  
MD-2012, Republica Moldova,  
Chișinău, str. Columna 133  
Tel. /3732/ 211-559

**Adrian Lupușor**

## ***Ce implică noua direcție a politicii monetare a BNM?***

*După o majorare constantă a ratei de refinanțare de la minimul istoric de 5% până la 10% de pe parcursul ultimilor 2 ani, pentru prima dată după recenta criză economică Banca Națională a Moldovei a decis reducerea ratei de bază cu 0.5 puncte. La prima vedere, măsura respectivă este neașteptată în contextul în care inflația anuală depășește esențial nivelul țintit de banca centrală, iar creșterea economică, deși încetinește, rămâne încă destul de înaltă. În cele ce urmează, vom încerca să găsim explicația acestei decizii și, în special, să anticipăm implicațiile acesteia asupra întregii economii.*

### ***Care este motivația?***

În primul rând, pentru a înțelege deciziile de politică monetară trebuie să ținem cont de abordarea anticipatorie („forward-looking”) de care se conduce orice bancă centrală cu regim de țintire a inflației, precum este și BNM. Astfel, datorită perioadei de timp de circa 3-4 trimestre necesare pentru ca acțiunile băncii centrale să aibă efect, autoritățile monetare sunt preocupate în special de *așteptările inflaționiste* și mai puțin de inflația curentă. Prin urmare, deși recenta reducere a ratei de bază pare neașteptată în contextul unei inflații anuale care depășește esențial ținta băncii centrale (8.9% față de 5% ±1 p.p.), aceasta este perfect argumentată de următoarele aspecte:

- *Așteptările unui proces dezinflaționist pronunțat în 2012.* Conform prognozelor, rata anuală a inflației ar putea coborî la nivelul 6.5%-7.0% pe parcursul anului viitor, odată cu eliminarea factorilor non-monetari care au cauzat majorarea prețurilor, în special, în a doua jumătate a anului curent. Acestea vizează ajustarea tarifelor la serviciile comunale, creșterea prețurilor regionale la produse alimentare sau a costurilor de producție, care au un efect de scurtă durată (maximum 1 an), dar care nu pot fi controlați de banca centrală. Prin urmare, BNM practic ignoră actualul nivel al inflației și se adaptează la procesul dezinflaționist așteptat pentru anul 2012. În așa mod, aceasta urmărește ca politica monetară să nu implice efecte adverse asupra creșterii economice.
- *Așteptările macroeconomice negative externe pe fondul crizei datoriiilor suverane din zona euro.* Situația economică dificilă la nivel regional și global, manifestată prin contractarea cererii de consum, declinul producției industriale și încetinirea ratei de creștere economică, și posibilita-

---

tea acutizării acesteia va contribui la amplificarea procesului deflaționist așteptat în 2012. Totodată, repercusiunile asupra economiei moldovenești nu se vor lăsa așteptate, fapt ce implică și o relaxare corespunzătoare a politicii monetare pentru a amortiza aceste efecte negative.

- *Nivelul înalt de incertitudine privind evoluțiile economice externe și interne.* Aceasta determină BNM să promoveze o politică monetară foarte inertă, astfel încât modificările ratei de refinanțare se distribuie pe parcursul mai multor perioade de timp. Prin urmare, este foarte probabil ca recenta diminuare cu doar 0.5 p.p. să fie doar prima etapă în procesul de ajustare la procesul deflaționist așteptat pentru anul viitor.

### Care ar putea fi efectele?

Teoretic, procesul de transmisie a deciziilor de politică monetară implică mai multe etape: diminuarea ratei de bază permite băncilor să se împrumute mai ieftin, ceea ce duce la diminuarea dobânzilor la credite, apoi la creșterea creditării și, respectiv, a consumului și a investițiilor. Finalmente aceasta se reflectă asupra creșterii prețurilor și deprecierei monedei naționale. Însă care ar putea fi impactul, la modul practic, al diminuării ratei de bază cu 0.5 p.p. în cazul economiei moldovenești? Pe termen scurt – neglijabil. Cauza este că există o multitudine de factori care afectează eficiența politicii monetare, principalii fiind piața amorfă de capital și nivelul înalt de lichidități din sistemul bancar, care fac băncile neinteresate în împrumuturi reciproce sau de la banca centrală. Însă, pe termen mediu, decizia respectivă ar putea susține procesul de diminuare a dobânzilor început de acum 2 ani și ar putea încetini declinul activității de creditare care deja poate fi observat și care ar putea să se accentueze în condițiile acutizării situației economice externe.

Adițional, relaxarea politicii monetare determină, practic în mod proporțional: (i) diminuarea dobânzilor cu care guvernul se împrumută pe piața internă prin intermediul valorilor mobiliare de stat, precum și (ii) reducerea costurilor cu care BNM efectuează operațiunile de sterilizare a surplusului de lichidități din sistemul bancar.

Totuși, cele mai importante aspecte ale deciziei respective a BNM nu țin de impactul acesteia, care va fi unul neesențial, ci, mai curând, semnifică o schimbare esențială a cadrului macroeconomic la nivel regional și național. În acest context, deși economia moldovenească continuă să crească cu un ritm înalt, deja apar primele semnale privind răcirea creșterii economiei. Astfel, pentru prima dată din ultimele 20 de luni volumul creditelor noi a diminuat cu 0.6% la finele lunii octombrie, fiind un răspuns evident al băncilor și a sectorului real la creșterea incertitudinii și a riscurilor unui derapaj recesionist din regiune. Totodată, rata de creștere a volumului banilor în circulație a încetinit constant, la fel ca și cifrele de afaceri pentru comerțul cu amănuntul și ridicata, fapt ce relevă încetinirea creșterii cererii de consum. Astfel, o eventuală înrăutățire a situației economice externe va amplifica procesele respective, în special în urma diminuării remitențelor și a exporturilor. Prin urmare, BNM încearcă să pregătească economia pentru noile constrângeri macroeconomice, iar în următoarele luni am putea să ne așteptăm la continuare procesului de adaptare a politicii monetare prin continuarea reducerii treptate a ratei de refinanțare.



*Acest document este realizat de Centrul Analitic Independent Expert-Grup cu suportul Fundației Est-Europene, din resursele acordate de Guvernul Suediei și Ministerul Afacerilor Externe al Danemarcei/DANIDA prin intermediul Agenției Suedeze pentru Dezvoltare și Cooperare Internațională (Sida). Opiniile exprimate aparțin autorilor și nu reflectă neapărat punctul de vedere al Fundației Est-Europene, Guvernului Suediei, Sida sau Ministerului Afacerilor Externe al Danemarcei/DANIDA.*