

UNELE METODE ȘI MECANISME DE INFLUENȚĂ ALE POLITICII MONETAR-CREDITARE ASUPRA DEZVOLTĂRII ECONOMICE

**Vladimir CUCIREVII,
dr., conf. cercet., IEFS**

The article outlines the methods of influence to economic development through credit and monetary policies, which in turn includes mechanisms and tools of this influence. The mechanism of monetary and credit policy transmitting is described. In relation to the specific of the banking activity, income from transmitting for a separate bank and the central bank is not the income within the financial meaning of that term. It is a traditional source, which is at their disposal and uses them to provide the activity status.

There are considered monetary and exchange rate policies appropriate to the economic situation promoted by the National Bank of Moldova which are oriented towards accomplishment of its main objective – achieving and maintaining currency stability by creating conditions in the money market, credit and foreign exchange based on market economy principles.

Politica monetar-creditară ca unul din instrumentele de bază a reglementării de stat a economiei de piață se bazează pe două genuri de metode de influență la dinamica economică și socială:

- i. pe metodele de influență directă;
- ii. pe metodele de influență indirectă.

În așa condiții politica monetar-creditară nu se poate mărgini numai cu metodele de influență indirectă și la elaborarea unor sarcini concrete permite folosirea metodelor și instrumentelor de influență directă. Este necesar de a folosi ambele genuri de metode regulatorii în economiile în procesul de transformare, una din care este economia Moldovei. În aceste economii se simte o necesitate aspră în coordonarea politicilor fiscale și monetare, dar metodele directe sunt mai copleșite în așa coordonare.

În afară de metoda de influență la dezvoltarea economică politica monetar-creditară include de asemenea mecanisme și instrumente acestei influențe. La etapa dată a evoluției cunoașterii științifice a practicii realizării politicii monetar-creditară se poate de evidențiat două mecanisme – de emisie și de creditare, fiecare din ele folosește un oarecare complet de instrumente regulatorii. Aceste mecanisme au scopuri comune, care se determină de scopurile strategice a politicii monetar-creditară, în parțial asigurarea dezvoltării economice și stabilitatea monedei. Dar totuși fiecare din ele au a lor scopuri specifice, atingerea cărora nu numai că pot contribui, dar și contrazice atingerea scopurilor comune.

La etapa transformării economice rolul cheie în politica monetar-creditară îl joacă mecanismul de emisie, care include formarea, repartizarea necesităților la etapa dată sigure ale societății și folosirea pentru asigurarea lor a resurselor financiare, care se creează de sistemul bancar în procesul de emisie.

Sursa de emisie de pe poziții instituționale este venitul întregii societăți. Deoarece interesul societății prezintă statul, se poate de spus, că sursa de emisie este venitul statului. Dacă emisia banilor conform legislației în vigoare îi revine trezoreriei de stat, apoi gestionar al veniturii de emisie va fi trezoreria și direcționarea volumelor lui vor fi, obișnuit, la necesitățile bugetului de stat. Dar majoritatea țărilor, în parțial Republica Moldova, au întărit legislativ funcția emisiei banilor după sistemul bancar, în rezultatul căreia gestionarea veniturii de emisie este prerogativa sistemului bancar.

În legătură cu specificul activității bancare venitul din emisie pentru o bancă separată, și banca centrală, nu este venitul în înțelesul financiar al acestei noțiuni. Aceasta este o sursă tradițională, care se află la dispoziția băncilor și se folosește de ele pentru asigurarea activității de statut. Și numai pe baza ultimei băncile pot forma veniturile și beneficiile în înțelegerea lor financiară. De aceea, referitor la monedă mai corect este de vorbit de sursele de emisie decât veniturile de emisie.

Deoarece funcția de emisie îi revine la ambele componente ale sistemului bancar – banca centrală și băncile comerciale, apoi la gestiunea cu resursele de emisie participă fiecare din ele. În parțial, băncile comerciale administrează cu acea parte a sursei de emisie, care prevalează volumele rezervelor obligatorii. Banca centrală administrează toată suma a sursei de emisie format de ea în rezultatul majorării bazei monetare și a celei părți a sursei de emisie a băncilor comerciale care se plasează în rezervele obligatorii. De vreme ce, cu cât în țară este mai mare norma rezervelor obligatorii, cu atât îi mai mare rolul băncii centrale în gestiunea sursei de emisie și mai mică rolul băncilor comerciale. Aceasta înseamnă, că banca centrală ca administrator al sursei de emisie se bazează nu numai pe factorul funcțional, dar și pe factorul reglator a activității bancare și monetare.

Originea funcțională a sursei de emisie înseamnă, că ea poate exista numai în țările, în care economia se deservește numai cu bani naționali, emisia cărora se află în competența totală a institutelor de stat naționale. Dacă necesitățile sociale a oricărei țări se deservește inclusiv cu valută internațională, de exemplu dolarul SUA (100% dolarizare), apoi în aceste țări nu se formează complet sursa de emisie, iar economia ei se dezice de sursa internă de mijloace financiare ieftine și apare necesitatea de a le procura din exterior, ce este destul de costisitor (nu mai puțin de rata dobânzii de pe piețele internaționale).

Volumul sursei de emisie, care revine la masa de dolari în țara dată, rămâne în țara emitentă de valută în dolari mai precis în SUA, și deservește necesitățile ei naționale.

Dacă în țară necesitățile sociale se deserveșc cu două genuri de bani – naționali și străini (de exemplu, în Republica Moldova, alături de leu larg se folosește dolarul SUA), atunci sursa de emisie se formează și se realizează numai în volumul emisiei banilor naționali (lei), iar partea masei monetare-valutare străine, care se află în circulație rămâne după hotar (în SUA). După datele experților, în Republica Moldova aproape jumătate din circulația în bani se deservește cu dolari SUA, iar monetizarea economiei este la nivel de 45%.

Băncile comerciale ca administratori al sursei de emisie în limitele rezervelor libere o folosesc pentru necesitățile lor, legate de formarea activelor lichide. În rezultatul acestui mod de folosire, sursa de emisie are posibilitatea să pătrundă în sectorul real pe calea cea mai scurtă (prin creditarea bancară sau investițiile agenților economici) sau în fondul bugetului de stat (prin procurarea hârtiilor de valoare pe piața primară).

Sursa se emisie, ca și oarecare alt venit în bani, are exprimare cantitativă. Volumul sursei de emisie pe o perioadă determinată se calculează ca diferența dintre baza monetară la sfârșitul și la începutul acestei perioade după formula:

$$Pe = M_1 - M_0, \quad (1)$$

unde:

Pe – sursa de emisie, creată de banca centrală;

M_1 – baza monetară la sfârșitul perioadei;

M_0 – baza monetară la începutul acestei perioade.

Determinat după această formulă volumul sursei de emisie va fi o mărime nominală, care poate fi diferită de cea reală la nivelul inflației în țară. Pentru practica reglementării macroeconomice sursa de emisie nominală are o utilitate mai semnificativă, deoarece ea exprimă acel volum de bani, care aparține repartizării între diferite necesități a societății.

Tabelul 1. PIB, IPC și agregatele monetare

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB , în termeni reali față de anul precedent, %	104,8	103,0	107,8	94,0	107,1	106,7
Baza monetară , creșterea în % față de decembrie anul trecut	-7,1	46,4	22,0	-10,2	15,8	18,4
Masa monetară (M₃) , creșterea în % față de decembrie anul precedent	23,6	39,8	15,9	3,2	13,4	10,6
Indicele prețurilor de consum , creștere în % (decembrie față de decembrie anul precedent)	14,1	13,1	7,3	0,4	8,1	7,8

Sursa: Rapoarte anuale ale BNM, 2008, 2009 și 2010.

Dinamica creșterii economice a creat condiții noi de folosire a politicii monetare și a schimbat caracterul de dependență reciprocă dintre principalii parametri macroeconomici. Mai caracteristici în acest plan sunt schimbările în corelațiile dinamicii PIB, ritmurilor de creștere a agregatelor monetare și inflației. Odată cu creșterea volumului de mărfuri și servicii, are loc creșterea proporțională a masei monetare deși inflația are tendințe de scădere (tabelul 1). Excepție face anul 2007, unde economia a dispus de posibilități de a înghiți bani (în volum mare) fără creștere a ritmurilor inflației. Dacă, în anul 2007 la creșterea PIB-lui cu 3% baza monetară s-a majorat cu 46,4%, iar nivelul inflației a constituit 13,1%, apoi în anul 2011 acești indicatori constituiau corespunzător 6,7%, 18,4% și 7,8%.

În literatura științifică foarte puțină atenție se atrage sursei de emisie, iar acolo unde problema este pusă, autorii preferențial se mărginesc cu lămurirea esenței acestei noțiuni. Așa, în monografia V. Lagutin și T.Kricevska, o mare atenție este oferită venitului de emisie și senioragului, ultima este redată ca forma venitului din emisie, ca diferența între volumul nominal de emisie a banilor și cheltuieli la a lor fabricare, și ca venitul de la active, formate din contul emisiei banilor, și ca suma tuturor acestor mărimi [2].

În literatură sunt probe de determinare a esenței venitului din emisie în dependență de caracterul cauzei emisiei monedei [3]. Dacă emisia cauzează creșterea costului mărfurilor și serviciilor, atunci ea de obicei nu poate fi precautată ca venit, deși nu real. Și numai emisia, care este îndreptată la finanțarea cheltuielilor de stat, autorii o numesc venit real pentru stat, iar pentru societate el rămâne fictiv.

O astfel de metodă de cercetare a venitului din emisie nu are în sine o bază științifică veșuitoare și nu poate avea o însemnătate pozitivă pentru practica de reglementare-repartizare.

Dar caracterul de emisie a monedei sub formă de resurse se păstrează și se repartizează în direcțiile convenite, aici se poate vorbi de o eficiență mai mare sau mai mică a acestei surse într-o direcție sau alta. Transformarea venitului de emisie în sursa de emisie al sistemului bancar a determinat caracterul specific (a credita) pentru folosința lui, care este adecvat condițiilor economiei de piață și caracterului activității bancare. Cele mai caracteristice principii de a ei folosire este rambursarea cu plată a mijloacelor bănești la emitent, care prevede însuși natura creditului. Conformarea acestor principii, creează premise pentru gestionarea efectivă a ofertei și stabilității monedei.

Principiile determinate ale mecanismului de emisie determină direcționarea cu scop a resurselor de emisie. Grație lui aceste resurse nu pot fi nemijlocit direcționate

pentru necesitățile societății, asigurarea căreia nu dă randament direct sau indirect în formă de creștere a veniturilor de bani sau majorarea activelor materiale sau financiare. Deci, sursele de emisie nu pot fi direct folosite pentru finanțarea programelor sociale ale Guvernului, doar în cazurile dacă ele sunt prevăzute de Legea bugetului de stat. Deoarece recuperarea resurselor de emisie este posibilă datorită existenței unei asigurări instituționale de drept, atunci necesitățile sociale nu pot fi finanțate din contul resurselor de emisie a băncii centrale, deoarece folosirea efectului primit nu are o așa o acoperire.

Dar contrar acestor situații practica de emisie mondială a acceptat politica de creditare de băncile centrale a acelor instituții mai stabile din punct de vedere financiar, așa cum sunt guvernele și băncile. Posibilitățile guvernelor de a recupera creditele de emisie se bazează pe eficiența sistemului economic și mecanismului bugetar. Suficiența efectului economic global dă posibilitate de a prevedea în bugetele anilor viitori rambursarea creditelor de emisie a anilor precedenți și totodată de planificat credite noi în banca centrală. Acum câțiva zeci de ani pe așa principii lucrează mecanismul de emisie al SUA.

Banca Națională a Moldovei, de la începutul activității sale, de asemenea a fost orientată pe asemenea principii la formarea mecanismului de emisie (Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei din 21.07.95 nr.548-XIII). Astăzi BNM construiește relațiile sale cu Guvernul referitor la emisia de creditare a deficitului bugetului pe principiile controlate de practica mondială și națională, dar condiții necesare pentru aceasta în țară nu sânt formate.

Tabelul 2. Dinamica datoriei de stat contractate de la Banca Națională a Moldovei, (milioane de lei)

Destinația	Sold la 31.12.2005	Împrumuturi achitate în anul 2006	Sold la 31.12.2006	Pondere, %
Împrumuturi contractate anterior de la BNM:	2211,0	118,8	2092,2	
pentru onorarea datoriei externe	1629,7	118,8	1510,9	60,6
pentru finanțarea deficitului bugetului de stat	261,5	-	261,5	10,5
pentru răscumpărarea în termen a HVS	319,8	-	319,8	12,8
HVS în portofoliul BNM	400,0	-	400,0	16,1
Total datoria statului către BNM	2611,0	118,8	2492,2	100,0

Sursa: *Raportul anual al BNM, 2006.*

Gestionarea datoriei interne a Guvernului Republicii Moldova față de Banca Națională a Moldovei în anul 2006 (ultimul an când BNM a creditat Guvernul) a fost efectuată de către Banca Națională a Moldovei în baza Legii bugetului de stat pentru anul 2006 nr. 291-XVI din 16 noiembrie 2005, Legii privind datoria de stat și garanțiile de stat nr. 943-XIII di 18 iulie 1996 și Legii cu privire la Banca Națională a Moldovei nr.548-XIII din 21 iulie 1995. Datoria statului contractată de la Banca Națională a Moldovei la situația din 31 decembrie 2006 s-a cifrat la 2492,2 milioane de lei și fiind constituită din datoria la împrumuturile contractate anterior de la Banca Națională a Moldovei în sumă de 2092,2 milioane de lei și din datoria reprezentată prin hârtii de valoare de stat în portofoliul Băncii Naționale a Moldovei – 400,0 milioane de lei (la prețul de cumpărare).

Împrumuturile statului au fost revăzute de către Banca Națională în condițiile obținerii în calitate de gaj a hârtiilor de valoare de stat, pe termen până la 91 de zile, la rata de piață a dobânzii, care a evaluat de la 3,56% anual în luna ianuarie până la 13,69% anual în luna decembrie. La situația din 31 decembrie 2006, rata medie

ponderată la portofoliul de împrumuturi s-a cifrat la 9,26%, față de 4,29% la 31 decembrie 2005.

Conform art. 41 din Legea cu privire la Banca Națională, BNM nu va acorda împrumuturi și garanții sub orice formă statului sau organelor acestuia, inclusiv prin procurarea pe piața primară a valorilor mobiliare de stat (art.41 în redacția Legii nr. 191-XVI din 30.06.2006, în vigoare 28.07.2006).

Necâtând la reitingul înalt al guvernelor ca debitori de resurse de emisie și posibilitatea bugetului de stat, ca mecanism de a lui folosire pentru necesitățile sociale, legislația multor țări nu permite băncilor lor centrale nemijlocit de a credita guvernele, dar indirect – prin operațiile pe piața secundară a hârtiilor de valoare. Aceasta nu numai că creează pentru banca centrală condiții convenabile (ea are posibilitate totodată de a susține bugetul, de a decide sarcinile sale specifice – a influența la lichiditatea băncilor, la conjunctura pieței monetare etc.), și contribuie cu mijlocul suplimentar la minimizarea riscului de creditare datorită controlului dinainte a posibilității de creditare a guvernului pe piața financiară. Deoarece, în Republica Moldova piața secundară se află în stadiul embrional, la noi nu sunt posibilități de a avea așa control, care reține dezvoltarea împrumuturilor de stat a resurselor de emisie ale BNM.

Tabelul 3. Operațiunile pe piață deschisă efectuate de BNM pe parcursul anilor 2004-2011, milioane de lei

Tipul operațiunii	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vânzări de VMS	590,2	141,7	946,3	810,2	1066,9	739,1	3222,8	3493,1
Operații REPO, de vânzare de cumpărare	933,0	67,8	108,7	80,1	346,0	0	0	0
Volumele tranzacțiilor de vânzare-cumpărare a HVS pe piața secundară a hârtiilor de valoare de stat	308,3	147,7	30,6	179,4	209,3	65,8	81,6	26,3

Sursa: Rapoartele anuale ale BNM.

Operațiunile pe piața deschisă se efectuează prin licitații în așa mod BNM asigură piața cu lichiditatea, efectuând operațiuni REPO, sau cumpărând active (valori mobiliare sau valută străină), sau scoate resurse din piață, plasând certificatele proprii (CBN). În anul 2006 certificatele Băncii Naționale a Moldovei împreună cu atragerea depozitelor de la bănci au constituit principalele instrumente de sterilizare a lichidității în sistemul bancar pe parcursul anului gestionar. Analiza structurii HVS înregistrate în sistemul de înscrieri în conturi la Banca Națională a Moldovei (SIC) după deținători la situația din 31 decembrie 2006 denotă majorarea cotei deținute de bănci și micșorarea cotei deținute de către Ministerul Finanțelor, ca rezultat al rambursării împrumuturilor în suma prevăzută de Legea bugetului de stat.

Băncile comerciale au deținut ponderea majoră în valoarea tranzacțiilor de vânzare-cumpărare pe piața secundară a HVS – 83%, operațiunile derulate între bănci și clienții acestora – 17%. Volumul redus al tranzacțiilor cu valori mobiliare de stat pe piața secundară în anul 2011 (26,3 milioane de lei) față de anul precedent (81,6 milioane de lei), pe fundalul majorării procurărilor pe piața primară, denotă interesul băncilor de a menține titlurile financiare până la scadență în portofoliile investiționale.

Pe fondul persistării unui nivel înalt al lichidității în sistemul bancar pe parcursul anilor 2010 și 2011, Banca Națională a Moldovei a majorat oferta de valori mobiliare de stat pentru plasare prin licitații, care s-au cifrat la 3222,8 și 3493,1 milioane de lei. (tabelul 3). Valorile mobiliare de stat livrate de BNM sau majorat și în rezultatul convertirii împrumuturilor acordate anterior statului și remise anterior.

Analiza operațiunilor pe piața deschisă efectuate de BNM în ultimii ani denotă că Guvernul și BNM nu depun eforturile cuvenite, ca să învioreze această piață și să

înzestreze practica reglatoare cu un așa instrument eficient. Aceasta demonstrează analiza efectuată în tabelul 3 pe perioada anilor 2010-2011 unde volumele tranzacțiilor pe piața secundară sunt mici și BNM dispune de anumite rezerve pentru majorarea volumelor de tranzacții pe piața secundară a valorilor mobiliare.

Așa o situație necesită o analiză comparativă calitativă a canalelor folosirii surselor de emisie ale BNM (bugetară, valutară și creditară) pentru depistarea insuficienței și avantajelor fiecărui luând în considerație necesitățile de coordonare a coacțiunilor politicii monetare și fiscale ale statului. În acest aspect canalul bugetar are o prioritate mai mare, deoarece el este acel obiect economic, în care se intercalează nemijlocit interesele și scopurile sistemelor fiscale și monetare. În acest canal interacționează strâns legate mecanismele politicii fiscale și monetar-creditare și se formează posibilități largi pentru coordonarea lor. La drept vorbind, din două părți a acestui canal se află două instituții de stat cu funcțiile lor specifice, de a coordona și aproba cât se poate de reușit, dacă pentru aceasta sunt argumentele de drept și economice și voința politică.

La amplificarea acțiunilor reciproce ale acestor instituții, canalul bugetar are funcția de a asigura eficiența înaltă a folosirii sursei de emisie, deoarece în buget se concentrează și se asigură finanțarea diferitor necesități sociale – de la consum, cheltuieli sociale, de scurtă durată până la investiții de producție, de lungă durată, care oferă posibilitatea de a diversifica satisfăcător sursa de emisie ca o premisă necesară pentru a ei întoarce către emitent. Aceasta premisă se intensifică de asemenea cu specificul acelor instrumente monetare, care folosește banca centrală în canalul bugetar.

În primul rând merge vorba despre politica operațiilor pe piața deschisă, prin care banca centrală poate contribui la diminuarea ratei dobânzii și diminuării cheltuielilor bugetare la deservirea datoriei de stat, ce va ușura bugetul la întoarcerea împrumuturilor de stat.

În colaborare cu Ministerul Finanțelor – emitentul titlurilor de stat, BNM a stabilit și aplică reglementarea activităților și operațiunilor pe piața primară a titlurilor de stat, a elaborat o serie de măsuri vizând crearea condițiilor necesare dezvoltării unei piețe de titluri de stat bazate pe regularitate și transparența emisiunilor, menținerea unui nivel de lichiditate corespunzător.

Pe piața internă a Moldovei se emit două tipuri de titluri de stat:

- bonuri de trezorerie – valori mobiliare cu diferite termene de circulație până la un an;
- obligațiuni de stat – valori mobiliare cu scadență mai mare de un an.

Valorile mobiliare de stat se emit în formă de înscrieri în conturi și se înregistrează în sistemul de înscrieri în conturi ale valorilor mobiliare (SIC) implementat la Banca Națională a Moldovei în februarie 1996.

Ca urmare a necesității de majorare a finanțării deficitului bugetar pentru anii 2010-2011 din contul surselor interne, Ministerul Finanțelor a sosit oferta de valori mobiliare de stat pentru plasare prin licitații pe ansamblul anilor 2010 – 2011 de la 6129,0 milioane de lei la 6718,0 cu 589,0 milioane de lei peste valoarea anului 2010.

Tabelul 4. Volumul ofertei, cererii și vânzărilor de VMS (milioane de lei)

Indicatorii	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Volumul cererii	4546,7	3714,4	4567,9	4372,6	9288,7	11249,8	9079,7
Volumul ofertei	2339,0	2546,0	2789,0	2605,0	4371,0	6129,0	6718,0
Volumul vânzărilor	2315,4	2451,7	2744,4	2503,9	2503,9	6396,1	6404,4

Sursa: Rapoarte anuale ale BNM.

Cererea participanților a însumat 9079,7 milioane de lei, înregistrând cea mai joasă valoare din ultimii trei ani, a avut o evoluție neuniformă de-a lungul anului, la

unele licitații neacoperind oferta. Valoarea titlurilor de stat plasate prin licitații în anul 2011 au constituit 6404,4 milioane de lei cu 8,3 milioane de lei mai mult, pe când volumul cererii constituie față de anul 2010 cu 2170,1 milioane de lei mai puțin (tabelul 4).

Contrar participării în relațiile dintre buget și banca centrală a subiecților pieței secundare (investitori și intermediari) se întetește controlul societății pentru guvern și debitori, se mărește transparența acestor relații, se creează garanțiile suplimentare în recuperarea resurselor nu numai pentru banca centrală, dar și pentru investitorii pieței secundare, deoarece răspunderea determinată pentru lichiditatea hârtiilor de valoare de stat o iau asupra lor intermediarii acestei piețe.

Anul 2008 a înregistrat creșteri ușoare ale indicatorilor cantitativi și evoluții ascedente sensibile ale ratelor pe piața secundară a valorilor mobiliare. Astfel, valoarea operațiunilor de vânzare – cumpărare a VMS s-a majorat până la 209,3 milioane de lei, față de 179,4 milioane de lei în anul 2007. Din totalul tranzacțiilor realizate, 83,9% sunt operațiunile de vânzare – cumpărare realizate între bănci și clienții acestora. În anul 2009 rulajul anual al pieței secundare a fost de 65,8 milioane de lei, în scădere cu 143,5 milioane de lei față de anul 2008, ceea ce denotă interesul investitorilor principali de a menține titlurile de stat până la scadență în portofoliile sale investiționale.

Prezența excesului de lichiditate pe piața monetară în a doua jumătate a anului s-a reflectat în reducerea substanțială a randamentelor operațiunilor definitive de pe piața secundară cu titlurile de stat – de la 17,22% în luna ianuarie până la 3,72% în luna decembrie 2009. Valoarea medie anuală a ratei nominale a dobânzii a fost în scădere cu 4,33 p.p. față de anul anterior constituind 13,12%.

În anul 2010 rata medie anuală a dobânzii comparativ cu anul precedent a înregistrat o scădere dublă situându-se la nivel de 6,9% în anul 2010 față de 13,12% în anul 2009. Evoluția ratelor dobânzilor s-a produs pe fondul unei revigorări a volumului tranzacțiilor (vizibilă în special în lunile aprilie și iunie 2010), datorită, inclusiv, creșterii interesului investitorilor instituționali pentru titlurile de stat, care și-au crescut cota deținerii VMS până la 6,4% față de 2,2% în anul precedent.

Rulajul pieței secundare a titlurilor de stat în anul 2010 a crescut cu 24% comparativ cu anul precedent, atingând nivelul de 81,6 milioane de lei. Cele mai disponibile de tranzacție VMS au continuat să fie cele cu maturitatea reziduală sub un an.

Randamentele înalte, oferite la valorile mobiliare de stat pe piața primară, au determinat creșterea ratelor dobânzii la tranzacțiile VMS pe piața secundară, de la 8,20% în luna ianuarie până la 13,3% în luna octombrie 2011. Rata medie anuală a dobânzii a constituit 11,33%, majorându-se comparativ cu anul precedent cu 4,36 puncte procentuale. În contextul creșterii ratei dobânzii a crescut interesul atât al investitorilor corporativi și instituționali (întreprinderi, instituții de microfinanțare, companii de asigurare), cât și al persoanelor fizice nerezidente pentru titlurile de stat, cota medie de deținere a acestora pe parcursul anului 2011 s-a dublat în comparație cu anul precedent și a constituit 6,5%.

Volumul redus al tranzacțiilor cu valori mobiliare de stat pe piața secundară în anul 2011 (26,3 milioane de lei.) față de anul precedent (81,6 milioane de lei), pe fundalul majorării procurărilor pe piața primară, denotă interesul băncilor de a menține titlurile financiare până la scadență în portofoliile investiționale.

Dacă formarea bugetului de stat se bazează exclusiv pe economia națională, atunci acțiunile aprobate a puterii fiscale și monetare pot slăbi moștenirile distrugătoare care apar în rezultatul influenței spontane a factorilor externi și minimizarea cheltuielilor din schimbările conjuncturii pieței mondiale neavantajoase pentru Moldova,

în parțial schimbul cursului valutar, prețurilor pe piețele de mărfuri, ratelor dobânzilor etc.

Un avantaj al canalului bugetar este și acela că conform acțiunilor aprobate ale puterii fiscale și monetare se poate de asigurat diferențierea temporară a folosirii sursei de emisie, de a diminua sau majora timpul aflării ei în circulație. Pentru a majora asigurarea economiei „cu bani de lungă durată”, e destul de mărit volumele de emisie a obligațiunilor de stat de lungă durată și o parte din sursele în portofoliile investitorilor și băncii centrale, ce nemijlocit va aduce la creșterea în circulație a resurselor financiare de lungă durată.

Invers, canalul bugetar are și unele deficiente. Deoarece banca centrală transferă mijloace de emisie ministerului de finanțe nu direct ci indirect, aceasta prelungește calea lui în sectorul real, care mărește perioada de timp dintre încasările din mijloacele de emisie în circulație și primirea eficienței economice de la a lor folosire. Mai mult ca atât, pentru neîndeplinirea sarcinilor bugetare pe venituri sau supraîndeplinirea sarcinilor pe cheltuieli se poate schimba direcționarea cu scop a sursei de emisie, separat se diminuează volumul lor la necesitățile investiționale și se măresc spre consum. În aceste situații apare pericolul dezechilibrului de mărfuri și bani în economie cu o influență negativă la stabilitatea monedei naționale.

Deoarece finanțarea bugetară, inclusiv și din contul sursei de emisie, cu superioritate îndreptate la necesitățile sociale, aceste mijloace deja de la începutul lor, în majoritatea cazurilor, ajung în circulație la dispoziția populației, se transformă în numerar, și se plasează în afara sistemului bancar, se diminuează în acest caz rezervele bancare și totodată potențialul de creditare și de investire. În acest caz puterii fiscale și monetare care monitorizează circulația banilor îi revine mai greu de a sprijini mecanismul de emisie prin măsurile de recuperare și plată. Aceasta particularitate a canalului bugetar foarte simțitor se reflectă în economiile transformatoare în legătură cu posibilitățile lor joase de autoreglare prin insuficiența maturizării structurale și instituționale.

Chiar dacă canalul bugetar nu cade sub incidența serioasă a factorilor externi, legați cu schimbul conjuncturii piețelor mondiale, care este un favor considerabil pentru acest canal, el cade sub influența factorilor obiectivi care se formează în economia națională și funcționează în afara influenței directe a puterii fiscale și monetare. Unul din acești factori este nivelul jos de monetizare a economiei, după care rezervele de bani formate de subiecții economici nu sunt adecvate necesităților dezvoltării economiei, ce se reflectă în dezvoltarea slabă a pieței financiare, costul înalt al banilor pe piața monetară, dolarizarea înaltă a circulației monetare și diferențierea considerabilă a ratei dobânzii pentru resursele în valută națională și valută străină.

După așa condiții este foarte greu de a asigura funcționarea eficientă a pieței deschise ca instrument principal al canalului bugetar. Îndeosebi aceste probleme înăspresc contradicțiile în interesele funcționale a organelor puterii fiscale și monetare, ce complică coordonarea în activitatea lor.

În condițiile actuale în Republica Moldova **doi factori** au contribuit înăsprirea acestor interese. În primul rând sub influența crizei financiare mondiale a avut loc diminuarea veniturilor bugetare, din cauza diminuării veniturilor din taxe vamale și TVA, astfel încât la sfârșitul anului 2009 deficitul bugetar a constituit 6,9% în termeni reali. Au fost diminuate transferurile guvernamentale la bugetele locale ele au acoperit doar 85% din nivelul planificat în această perioadă.

Guvernul a întârziat de a combate criza cu instrumentele fiscale. Unica soluție pentru sprijinirea imediată a economiei aflate în cădere era relaxarea politicii monetare. Astfel, BNM a injectat lichidități semnificative de cca. 2,2 miliarde de lei în sectorul bancar prin reducerea nivelului rezervelor minime obligatorii de la 17,5 până la 8,0% și

a diminuat rata de bază de la 12,5 până la 5%. BNM a acordat băncilor credite în sumă de 1,6 miliarde de lei pentru majorarea lichidității și asigurarea integrității sectorului bancar și a vărsat pe piață lichidități suplimentare în sumă de 1,4 miliarde de lei prin procurarea în luna decembrie 2009 pe piața valutară a cca. 116,4 milioane de dolari SUA. Prin aceste acțiuni BNM a urmărit asigurarea stabilității sectorului bancar și susținerea creditării sectorului real, inclusiv prin reducerea ratelor dobânzilor la depozite și credite.

La 31 decembrie 2010, datoria de stat a constituit circa 18870,8 milioane de lei ca pondere în PIB estimat, aceasta reprezintă 26,9% față de 24,2% în anul 2009. La 31 decembrie 2011 datoria de stat a Republicii Moldova a constituit cca. 19226,5 milioane de lei. La finele anilor 2010 și 2011 comparativ cu începutul acestor ani soldurile datoriei de stat externe s-au majorat cu 44,3% și 2,4% în valoarea absolută consecutiv cu 1116,2 și 1142, milioane de dolari SUA. Aceste creșteri în mare parte a fost cauzată de intrările de împrumuturi externe, care au depășit rambursările de împrumuturi externe în 2010 cu cca. 166,1, și cu 34,5 milioane de dolari SUA în 2011. Se observă tendința de creștere absolută a datoriei de stat internă față de anii precedenți. Dacă în anul 2006 datoria de stat internă cifra 3790 milioane de lei, ponderea în PIB fiind de 8,6%, apoi în 2010 – 5304,9 milioane de lei și 7,4% în PIB, în 2011 – 5841,9 milioane de lei ponderea în PIB 9,7%. În 2010 datoria statului față de BNM, constituită integral din valori mobiliare de stat (VMS), a totalizat 2213,4 milioane de lei (la prețul de cumpărare), iar în 2011 VMS emise de Ministerului Finanțelor și livrate Băncii Naționale au constituit 2274,2 milioane de lei.

În al doilea rând, aceasta-i păstrarea posibilităților guvernului de a amplasa convenabil obligațiunile sub garantarea de stat pe piața mondială în comparație cu piața internă. În rezultatul acțiunilor acestor doi factori puterea monetară a avut unele schimbări structurale în rezultatul diversificării mecanismului de emisie, s-a întezit influența asupra lui a factorilor spontani neprevăzuți, legați cu conjunctura pieței mondiale, ce a înrăutățit gestiunea formării propunerilor de monedă în țară, în parțial a îngustat posibilitatea moștenirii sterilizării rezultatelor intrării a capitalului străin, a lărgit premisele pentru dolarizarea mai departe a economiei.

Apoi puterea fiscală a obținut o economie optimă la cheltuielile pentru deservirea datoriei de stat. Această economie a reținut puterea fiscală de la măsuri eficiente de reînnoire a pieței împrumuturilor interne și întărirea coacțiunilor cu puterea monetară în privința coordonării politicii fiscale și monetare. Mai ales fără propuneri această politică sa evidențiat la începutul crizei economico-financiare (septembrie 2008 – aprilie 2009) când structurile de putere a țării mai mult de jumătate de an nu au putut elabora și aproba un complex de măsuri anticriză, ce a adus la consecințe negative în sectorul real și în sfera monetar-creditară.

Altfel lucrează canalul valutar al mecanismului de emisie. În aspectul tehnologic canalul valutar se află sub controlul și reglementarea băncii centrale, pentru bancă se formează conforturi optime pentru folosirea lui. Conform legislației în vigoare organelor puterii monetare li se oferă posibilități lărgite pentru a influența formarea fluxurilor de valută și la situația conjuncturii pieței valutare interne – de la controlul încasărilor din export și transferului mijloacelor valutare peste hotar până la reglementarea operațiunilor pe piața valutară.

Aceasta asigură BNM posibilitatea de a influența activ conjunctura pieței valutare, a o susține cu ajutorul instrumentului intervenției valutare la nivelul, care asigură menținerea cursului de schimb în limitele determinată de politica monetar-creditară.

Conjunctura pieței valutare un timp îndelungat se caracterizează prin prevalarea ofertei de monedă față de cerere, BNM posedând de timp rezonabil ca să procure tot

surplusul de monedă ca să susțină cursul de piață relativ la un nivel stabil și să asigure volume mari a ofertei de monedă, ritmurile de creștere a căreia de câteva ori prelua ritmurile de creștere a producției reale și nivelului mediu a prețurilor. BNM asigură „legătura” volumului total de monedă, inclusiv folosind canalul valutar, fără consecințe considerabile asupra inflației, deși nu există probleme serioase cu sterilizarea surplusului de ofertă a monedei (lichidități), care deseori apar la utilizarea largă a canalului valutar de emisie în afara pieței echilibrate de monedă.

Aceasta dă posibilitate BNM de a folosi eficient canalul valutar și chiar în absența a unui mecanism de sterilizare, ca piața secundară a hârtiilor de valoare. Dar în acelea cazuri aparte, când necesitatea în această sterilizare apărea, BNM le putea efectua prin emiterea certificatelor Băncii Naționale a Moldovei (CBN) cu anunțarea prețului minim (rata minimă a dobânzii), acceptând integral cererile de procurare din parte băncilor, dar acestea sunt instrumente monetare care reglează procesele inflaționiste.

BNM intervine pe piața valutară pentru susținerea cursului monedei naționale în raport cu alte monede. În anii 2007 și până în luna septembrie 2008 a avut loc o apreciere a monedei naționale în raport cu dolarul SUA. Printre factorii care au determinat aprecierea cursului oficial de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA au fost:

- majorarea volumului lichidităților în valută străină pe piața valutară internă pe fundalul persistenței aflurilor semnificative de valută în țară;
- sporirea ofertei de valută, ca urmare a majorării depozitelor în lei moldovenești condiționată de convertirea parțială a mijloacelor din valută străină în moneda națională.

Începând cu 4 septembrie și până la finele anului 2008, pe fonul creșterii cererii de valută ca urmare a schimbării așteptărilor, cursul oficial nominal al monedei naționale față de dolarul SUA s-a depreciat cu 7,8%. Factorii care au determinat preponderent deprecierea cursului oficial de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA sunt:

- deprecierea valutei unor țări din regiune, inclusiv a principalelor parteneri comerciali ai Republicii Moldova;
- scăderea fluxului net de valută pe piața internă în perioada septembrie – noiembrie 2008 față de nivelul acestora, înregistrat în perioada respectivă a anului 2007.

În linii generale, pe parcursul primelor opt luni ale anului 2011, cursul oficial nominal de schimb al monedei naționale față de dolarul SUA s-a poziționat pe o traiectorie descendentă. Insuficiența de valută străină de 80,1 milioane USD, acumulată pe parcursul primelor opt luni ale anului 2011, a fost preponderent suplinită de către băncile licențiate din contul disponibilităților în valută străină, precum și de agenții economici din mijloacele proprii.

Ulterior, pe parcursul ultimilor patru luni ale anului 2011 evoluția generală a cursului de schimb al monedei naționale față de dolarul SUA s-a caracterizat printr-o depreciere de 3,8%. Deprecierea respectivă a monedei naționale față de dolarul SUA a avut loc pe fundalul deprecierei euro față de dolarul SUA pe piața internațională cu 9,8%, având un impact negativ asupra ofertei de valută străină. Un factor suplimentar, care a contribuit la deprecierea monedei naționale a constituit prelevarea ritmului de creștere a vânzărilor nete de valută străină către persoanele juridice în detrimentul ritmului de creștere al ofertei nete de valută străină de la persoanele fizice, comparativ cu o situație inversă consemnată pe parcursul primelor opt luni ale anului 2011.

Așa dar, canalul valutar al mecanismului de emisie a reglementat cu succes o perioadă îndelungată atât piața valutară, cât și cea de emisie de monedă. Despre aceasta mărturesc următoarele date: din 2006-2012 activele oficiale de rezervă au crescut de 2,40 ori, baza monetară a BNM de 2,20 ori, cursul mediu ponderat de schimb al leului

în raport cu dolarul SUA a avut unele fluctuații neesențiale, nivelul inflației, deși avea unele oscilații, dar a rămas satisfăcător.

Dimpotrivă, canalul valutar are și neajunsuri. Principalele din ele constau în aceia, că volumele și dinamica încasărilor valutei străine, pe piața din Republica Moldova sunt influențate de oscilațiile stihionice ale conjuncturii pieței mondiale și nu pot fi dirijate eficient de puterea monetară moldavă.

Cercetările efectuate în scopul evaluării unor metode și mecanisme de influență a politicii monetar-creditare la dezvoltarea economică au permis tragerea unor concluzii în această privință:

- BNM oferă emisie de monedă ca o sursă tradițională pentru asigurarea cererii de monedă pe piața monetară și pe piața valutară a țării. Cererea de monedă este condiționată și determinată mai ales de motivul tranzacțional. Cererea de monedă, în termenii reali, este proporțională cu volumul total al schimburilor mijlocite efectiv de monedă, cu intensitatea înclinației spre lichiditate. BNM oferă monedă pentru: susținerea lichidităților necesare pieței interbancare, susținerea cursului monedei naționale, susținerea necesităților de resurse financiare ale statului.

- Pentru evaluarea implementării politicii monetare, mai caracteristici sunt coraporturile dinamicii PIB, ritmurile creșterii agregatelor monetare și inflației. Economia a obținut performanță de a „înghiți” bani (în volume mari) fără creștere ritmurilor de inflație.

- Transformarea venitului de emisie în sursa de emisie al sistemului de emisie, în banca centrală, a determinat caracterul specific al sursei a fi acordată în credit băncilor, guvernului și pentru folosința lui de a primi dobândă, acest proces este adecvat condițiilor economiei de piață și caracterului activității bancare.

- Conform, practicii internaționale – BNM folosește instrumente pentru a steriliza surplusul de lichidități în sistemul bancar pe parcursul anului gestionar, și a asigura cu lichidități băncile în perioada de criză care sunt următoarele: vânzări de VMS, operații REPO de vânzare cumpărare, plasarea certificatelor Băncii Naționale etc. Transferurile pe piața secundară deși nu au atins proporții mari, dar se dezvoltă încet.

- BNM oferă monedă pentru susținerea necesităților de resurse financiare ale statului. VMS emise de Ministerul Finanțelor sunt procurate pe piața primară de vânzare-cumpărare a hârtiilor de valoare la licitații de dealerii primari (băncile comerciale), care le subscriu plătind imediat pentru ele. Aceste titluri subscrise pot fi revândute băncii centrale, suma plătită de aceasta reprezentând oferta de monedă.

- Canalul bugetar care asigură folosirea sursei de emisie dacă nu cade sub influența factorilor externi, apoi cade sub influența factorilor obiectivi care se formează în economia națională.

- Canalul valutar al mecanismului de emisie parțial influențează aprecierea leului moldovenesc, de exemplu pe parcursul primelor opt luni ale anului 2011 când insuficiența de valută străină de 80,1 milioane USD, a fost preponderent suplinită de către băncile licențiate, din contul disponibilităților în valută străină, precum și de agenții economici din mijloace proprii.

Propuneri

- Cu scopul de a mări volumul investițiilor în economie, este necesar de a majora ponderea procurărilor a valorilor mobiliare de stat din oferta Ministerului Finanțelor de către investitori, folosind instrumentele ratei dobânzii și termenii de scadență, ca ele să fie atractive pentru investitori.

- Pentru a majora rulajul anual al pieței secundare este necesar ca Banca Națională a Moldovei prin instrumentele respective – termenii de scadență și rata dobânzii la VMS să contribuie la majorarea lor în tranzacțiile bănci-clienți.

• Pentru sterilizarea surplusului de lichidități este necesar de a lărgi acțiunea certificatelor bancare de depozit, oferind persoanelor fizice și agenților economici posibilitatea să-și diversifice plasamentele în instrumente mai flexibile și mai atractive comparativ cu depozitele clasice la termen.

• Sarcina BNM constă în asigurarea pe piața valutară interbancară a surplusului ofertei de valută în raport cu cererea formând condiții pentru întărirea treptată a leului relativ de alte valute forte, în particular dolarul SUA. Sursele principale ale înrărilor de valută sunt: majorarea exporturilor, transferurilor curente, parvenirea unei sume mai mare de remitențe de la rezidenții din străinătate, și de asemenea creșterea creditelor valutare vândute pe piața valutară internă persoanelor juridice și fizice, băncilor rezidente, Băncii Naționale a Moldovei, majorarea rezervelor valutare.

Referințe bibliografice

1. Rapoartele anuale ale BNM, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.
2. Лагутин В.Д., Кричевська Т.О. Монетарная политика в трансформационной экономике: доверие, стратегия, механизмы реализации. К. КНТЕУ, 2004, С. 49, 201 (на укр языке).
3. Энциклопедия банковского дела Украины. – К. Молодь, 2001. – С.227-228 (на укр. языке).