

IMPACTUL FLUXURILOR DE CAPITAL ASUPRA CURSULUI DE SCHIMB REAL EFECTIV (REER)

*Tatiana MANOLE, dr.hab., prof. univ.
Nadejda IACUB, doctorandă, IEFS*

Globalizarea financiara oferă beneficii însemnate pentru țările în curs de dezvoltare, deși în același timp, implica riscuri esențiale. Creșterea semnificativă a fluxurilor de capital sporește vulnerabilitatea sistemului financiar, inclusiv prin majorarea volumului creditelor acordate și poate duce la supraîncălzirea economiei, provocată de creșterea economică accelerată și a inflației, și în special de aprecierea cursului de schimb real efectiv. Pierderea competitivității cauzată de aprecierea cursului de schimb real efectiv este una dintre principalele consecințe negative asociate cu fluxurile de capital. Dincolo de efectul negativ asupra investițiilor, aprecierea cursului de schimb real efectiv sporește deficitul de cont curent, și crește vulnerabilitatea la o criză financiară, creând probleme majore pentru managementul macroeconomic. Creșterea fluxurilor de capital în Republica Moldova în ultimii ani a fost determinată de creșterea investițiile străine directe (FDI) și a remitențelor. În această lucrare ne propunem să analizăm varietatea de instrumente macroeconomice utilizate de factorii de decizie în domeniul politicilor economice în țările în curs de dezvoltare pentru temperarea aprecierii reale a cursului de schimb, cauzată de intrările de capital, în special flexibilitatea cursului de schimb, deoarece cursul de schimb mai flexibil ar putea atenua în mod eficient aprecierea reală rezultată din intrările de capital.

Cuvintele cheie: fluxuri de capital, curs de schimb real efectiv, flexibilitatea cursului de schimb, politici și instrumente de gestionarea a fluxurilor de capital, trinitate imposibilă

Financial globalization offers significant benefits for developing countries, while at the same time, involving significant risks. The significant increases in capital flows increases the vulnerability of the financial system, including through the increase of loans and can lead to economic overheating caused by accelerated economic growth and inflation, and in particular the appreciation of real effective exchange rate (REER). Loss of competitiveness due to real exchange rate appreciation is one of the negative consequences associated with capital flows. Beyond the negative effect on investment, real exchange rate appreciation increases the current account deficit, and increase vulnerability to a financial crisis, creating major problems for macroeconomic management. Increased capital flows in Moldova in recent years were due to increased foreign direct investment (FDI) and remittances. In this paper we propose to analyze the variety of macroeconomic tools used by policymakers in developing countries to mitigate the real appreciation of exchange rate caused by capital inflows, particularly exchange rate flexibility, because the more flexible exchange could effectively mitigate the real appreciation resulting from capital inflows.

Keywords: capital flows, the real effective exchange rate, exchange rate flexibility, policy and tools for capital flows management, impossible trinity

Introducere

Creșterea explozivă a fluxurilor transfrontaliere de capital în economiile în curs de dezvoltare, în ultimele decenii au fost, în mare parte, consecința stabilității macroeconomice și financiare, precum și un rezultat al eliminării restricțiilor legate de tranzacțiile în contul de capital. În timp ce investițiile de capital în economiile dezvoltate ajută la diversificarea riscurilor și obținerea profiturilor marginale mai mari, pentru țările sărace intrările de capital permit echilibrarea consumului, dezvoltarea piețelor financiare, precum și finanțarea investițiilor productive. Fondul Monetar Internațional (FMI) a avertizat de mult membrii săi împotriva menținerii sau impunerii controlului asupra fluxurilor de capital, care ar reduce unele dintre aceste avantaje și ar introduce denaturări ale pieței, precum și a încurajat deschiderea treptată a contului de capital pentru a profita de avantajele mobilității fluxurilor de capital pe plan internațional.

În urma crizei financiare mondiale, care își are originea în economiile avansate în anul 2008, multe economii în curs de dezvoltare au cunoscut o creștere a intrărilor de capital, care le-au adus beneficii economice, dar totodată acestea ar putea reprezenta o amenințare la stabilitatea lor economică și financiară. Deci, resursele externe finanțează deficitul de economisiri, promovează creșterea și dezvoltarea economică. Acest lucru se întâmplă mai ales dacă intrările de capital sunt moderate. Totuși, în cazul unor creșteri semnificative ale intrărilor de capital pe perioade relativ lungi, apar vulnerabilități externe ale sistemului financiar, iar economia se supraîncălzește. Apar nepotriviri între activele (preponderent în moneda internă) și pasivele (preponderent în valută) sectorului privat. Apar creșteri ale prețurilor activelor. Cursul de schimb se apreciază în termeni reali. Economiiștii se referă la efectele intrărilor sau ieșirilor de capital asupra economiei prin termenul “problema transferului”. În aceste condiții unele țări au decis să impună măsuri restrictive, inclusiv controlul asupra intrărilor de capital, pentru a gestiona mai eficient fluxurile, diminuând impactul perturbator al acestora.

Astfel, dezbaterile referitor la faptul cum ar trebui să răspundă autoritățile, în cel mai eficient mod, la intrările excesive și destabilizatoare de capital, s-a ridicat recent din nou în prim-planul dezbaterilor economice.

1. Instrumente de politică pentru gestionarea fluxurilor de capital

Confruntarea cu intrări mari de capital este mai puțin dificilă pentru țările cu capacități puternice de absorbție. Capacitatea țării de a absorbi capital străin depinde de mulți factori și, în special de profunzimea și eficiența sistemului financiar. Reformele structurale favorizează dezvoltarea pieței financiare și joacă un rol central într-o țară care dorește să beneficieze din urma intrărilor de capital și se pregătește împotriva riscurilor potențiale ale valurilor de intrări nedorite de capital. Cu toate acestea, reformele structurale sunt, de obicei, utilizate ca strategii pe termen lung și, astfel, pot fi privite ca o completare a politicilor macroeconomice, care au un efect imediat asupra intrărilor de capital și asupra consecințelor acestora. Noua provocare pentru politici constă în evaluarea corectă a acestora și concentrarea atenției (tradusă într-un set de măsuri de politică) asupra indicatorului cu costurile asociate cele mai mari. Experiența arată că atât aprecierea abruptă a cursului de schimb, cât și importul inflației generează costuri. Nici o economie în curs de dezvoltare nu își permite să neglijeze unul dintre cele două costuri (erodarea competitivității și creșterea inflației)[1,pg.8].

În calitate de inventar al politicilor de management al pieței valutare ar putea servi următoarele politici:

- *Strategii pe piața valutară:*
 - Cumpărări/vânzări ale băncii centrale;
 - nesterilizate: inflație din cumpărări;

- sterilizate: costuri de sterilizare (implicații fiscale).
- Intervenții ale guvernului (Polonia, Israel);
- Modificări în rata dobânzii (costuri asociate influrilor: inflație, ineficiență în prevenirea aprecierii, atragere de noi capitaluri).
- *Măsuri cantitative (macro)*:
 - Impozitarea nerezidenților (Egipt, Israel);
 - Rezerve minime obligatorii neremunerate sau foarte mari (Brazilia, Peru, Turcia, Israel);
 - Acces restrâns al nerezidenților la piața datoriilor sau a capitalurilor.
- *Reglementări (prudențiale)*:
 - Limitarea expunerii rezidenților la riscul cursului de schimb (contribuie la sănătatea bilanțurilor sectorului privat: Ungaria, Polonia, în curs de elaborare în România) [1,p.9].

Politicile macroeconomice au un rol esențial atunci când răspund la intrările mari și destabilizatoare de capital. *Cursul de schimb adecvat, politicile monetare și fiscale sunt cele mai importante politici utilizate împotriva fluxurilor sporite de capital.* Factorii de decizie politică ar putea să permită monedei naționale să se aprecieze, pentru a spori așteptările unei deprecieri a acesteia pe viitor, astfel în mod eficient diminuând atractivitatea activului intern pentru investitorii externi [2,p.5,al.1].

În cazul în care rezervele valutare nu se afla la un nivel adecvat, acumularea acestora ar putea fi o opțiune semnificativă. Una dintre principalele motivații pentru intervenție este îngrijorarea că intrările masive și rapide de capital pot induce o apreciere abruptă a ratei de schimb într-o perioadă scurtă de timp, deteriorând competitivitatea sectoarelor de export și ar putea reduce creșterea economică. Intervențiile ar trebui să fie sterilizate în cazul supraîncălzirii economice și existenței presiunilor inflaționiste [2, p.5,al.2].

II. Măsurile de gestiune a fluxurilor de capital și cursul de schimb real efectiv

În calitate de componente suplimentare în setul de instrumente de politică servesc așa-numitele *măsuri de gestionare a fluxului de capital (MGFC)*. În anul 2011, FMI a propus un cadru care stabilește criteriile obiective pentru determinarea în ce circumstanțe ar fi oportună utilizarea măsurilor de gestionare a fluxurilor de capital (*MGFC*). Aceste măsuri de gestionare a fluxului de capital au fost motivate de preocupările legate de supraîncălzirea economiei, competitivitatea externă, stabilitatea financiară, precum și costurile de sterilizare a rezervelor acumulate, de rând cu alți factori. *MGFC* cuprind un set de măsuri prudențiale, administrative și fiscale menite să contracareze intrările mari și, de obicei, rapide de capital. Atunci când fluxurile semnificative de capital dau naștere problemelor de stabilitate macroeconomică sau financiară, pentru țările recipiente este rezonabil de a utiliza măsurile-cadru de gestionare a fluxurilor de capital. Astfel, este justificată aplicarea măsurilor *MGFC* doar în cazul în care "litera (a) cursul de schimb nu este subevaluat pe bază multilaterală comparativ cu fundamentele pe termen mediu, (b), rezervele depășesc nivelul adecvat de precauție sau costurile de sterilizare sunt excesive, și (c), economia este supraîncălzită (în cazul în care perspectivele inflației nu sunt benigne sau există un boom al creditării sau al prețurilor la active în curs de dezvoltare), și se opune unei relaxări monetare"[2,pg.8,al.1]. *MGFC* pot fi grupate în *MGFC* pe baza de rezidență și alte măsuri:

- *MGFC* pe baza de rezidență includ o serie de măsuri care afectează activitatea transfrontalieră financiară, care discriminează pe bază de rezidențiat – adesea se refera la controlul de capital (de ex. impozitele pe fluxurile de la nerezidenți sau rezerve obligatorii neremunerate privind aceste fluxuri).

- Alte MGFC nu fac discriminări pe baza de reședință, dar sunt cu toate acestea, concepute pentru a influența intrările de capital (de ex. măsuri prudentiale, care diferențiază tranzacțiile pe baza de monedă, cum ar fi impunerea limitelor privind împrumuturile în valută străină și rezervele minime obligatorii specifice în valută străină, și alte măsuri de obicei aplicate pentru sectorul nefinanciar, cum ar fi perioadele minime de deținere și impozite pe anumite investiții).

În scopul raționalizării abordării asupra fluxurilor de capital și asigurarea unui tratament coerent și eficient a problemei FMI, la începutul anului 2011, a propus un cadru de politici destinate să identifice condițiile-cadru pentru utilizarea eficientă a măsurilor MGFC. Acest cadru subliniază importanța *utilizării politicilor macroeconomice, ca mijloace primare în soluționarea problemelor legate de intrările excesive de capital*. Ca atare, acestea pledează pentru a permite cursului de schimb să se aprecieze atunci când este subevaluat, acumularea de rezerve valutare la până un nivel rezonabil, reducerea ratelor dobânzii de politică și / sau înăsprirea politicii fiscale ca *prima linie de apărare împotriva fluxului excesiv de capital*. A doua linie de apărare împotriva intrărilor excesive de capital ar trebui să fie, MGFC care nu discriminează pe baza de rezidență, deoarece acestea vizează în mod eficient riscurile asociate cu intrările fără a introduce denaturări excesive și stimulente pentru eludări din partea nerezidenților. MGFC de discriminare pe baza de rezidență ar servi ca *linia a treia și ultima de apărare*, și urmează să fie puse în aplicare numai în cazurile când toate celelalte opțiuni au fost epuizate sau excluse.

Dezbaterea privind utilizarea politicilor macroprudentiale, la general, face referință la fluxurile mari de capital și, eventual, volatile, lecția care o putem învăța este aceea că este dificil de a generaliza cu privire la eficacitatea unor astfel de măsuri. Orice măsură potențială trebuie evaluată într-un context specific al țării și al pieței pentru a examina stimulentele și capacitatea investitorilor de eludare a acesteia și, dincolo de aceste criterii înguste, să se examineze dacă stimulentele sunt eficiente în atingerea obiectivelor propuse. Utilizarea adecvată a MGFC va fi în mod necesar determinată de circumstanțele particulare macroeconomice, instituționale, și de piață cu care se confruntă fiecare țară. FMI, este activ implicat în studierea impactului și a eficacității unei game largi de măsuri macroprudentiale, inclusiv a celor care în primul rând vizează menținerea stabilității financiare interne[3,pg.36,al.4].

În timp ce multe țări se concentrează pe cadrul de gestionare a intrărilor de capital, FMI a sugerat recent o politică cadrul pentru gestionarea ieșirilor de capital. Relaxarea controlului asupra ieșirilor de capital de asemenea, poată avea un impact asupra intrărilor nete agregate, și prin urmare, asupra cursului de schimb și altor variabile macroeconomice.

Criticii ai controlului asupra capitalului susțin că utilizarea lor pe scară largă ar putea împiedica măsurile privind lichidarea dezechilibrelor globale, permițând autorităților să evite aprecierea monedelor subevaluate și să soluționeze alte probleme serioase de politică. Mai mult, controlul asupra capitalului poate fi "contagios" – impunerea controlului într-o țară ar putea duce la direcționarea capitalului spre alte țări, care la rândul lor ar fi încurajate să adopte măsuri similare de gestionare a fluxurilor [2,p.7,al.2].

III. Problema transferului, structura intrărilor de capital, regimului cursului de schimb și cursul de schimb real efectiv

În acest compartiment ne propunem să examinăm „problema transferului”, să identificăm impactul tipurilor de intrări de capital și a regimului cursului de schimb asupra aprecierii *cursului de schimb real efectiv*. Această analiză ar putea fi utilă la

identificarea mix-ului de politici economice, în special politicile aplicate în cazul presiunilor exercitate de excesul fluxurilor de capital asupra cursului de schimb.

Creșterea valului de finanțări externe în țările în curs de dezvoltare, în special a fluxurilor private, în ultimul deceniu și până la criza financiară actuală atrage atenția asupra “problemei de transfer”. Problema de transfer se referă la impactul intrărilor de capital sau ieșirilor de pe piața internă, care este capturat, în principal prin intermediul cursului de schimb real efectiv. Această creștere a fluxurilor private în ultimii ani a fost determinată de investițiile străine directe (FDI) și transferurile curente private, în special de remitente. În timp ce creditele băncilor comerciale au constituit principala componentă a fluxurilor de capital privat către țările în curs de dezvoltare, în mijlocul anilor 1980 și apoi 1990, mai târziu FDI și remitentele au înlocuit împrumuturile bancare, în special în țările cu venituri joase. Investițiile de portofoliu au constituit o parte semnificativă a fluxurilor de capital privat către țările în curs de dezvoltare din anii 1990 [1,p.22]. Aceste schimbări în peisajul fluxurilor de capital către țările în curs de dezvoltare subliniază importanța reevaluării problemei de transfer, în special privind componentele fluxurilor private.

În continuare vom analiza impactul diferitor componente ale fluxurilor de capital privat (FDI, investiții de portofoliu, credite bancare, și transferuri private). În cadrul studiului “Fluxurile de capital, flexibilitatea cursului de schimb, și cursul real de schimb”, autorii Jean-Louis Combes, Tidiane Kinda, Patrick (2011) demonstrează că intrările agregate de capital, inclusiv fluxurile publice și private sunt asociate cu aprecierea cursului real de schimb.

Intrările nete de capital în țările în curs de dezvoltare au crescut în mod dramatic începând cu anii 1980, fluxurile private având o influență tot mai mare, în special în țările cu venituri mici. Impactul asupra cursului de schimb real se menține. Lane și Milesi-Ferretti în 2004, au demonstrat că, obligațiunile externe nete merg mână în mână cu deprecierea cursului real de schimb [4,pg.4,al.4]. Lee, Milesi-Ferretti, și Ricci (2008) în baza unei analize econometrice a 48 de țări, au dovedit că activele externe nete mari cauzează aprecierea ratei reale de schimb [4,pg.4,al.4]. Cu alte cuvinte, capitalul extern permite cheltuielilor să depășească veniturile, generând o cerere în exces pentru mărfurile necomerciale. Acest efect trebuie să fie analizat, pentru cel puțin două motive: (1) cursul real de schimb poate fi afectată în mod diferit în funcție de compoziția intrărilor de capital, și (2) tipul regimului cursului de schimb poate echilibra efectul intrărilor de capital asupra cursului real de schimb.

În literatura de specialitate se identifică o neconcordanță a impactului diferitelor tipuri de fluxuri de capital asupra competitivității, și chiar o disproporție a impactului unor tipuri specifice de fluxuri de capital între țări și regiuni. Impactul depinde de destinația finală asociată fiecărui tip de flux. De exemplu, creșterea ajutorului financiar pe termen lung sau a remitențelor, destinate reducerii sărăciei va genera probabil creșterea cheltuielilor pe mărfuri destinate consumului intern, și o creștere a prețului relativ al acestora și în final aprecierea REER-lui.

În schimb, în cazul în care investițiile directe sunt utilizate pentru procurarea mijloacelor fixe importate, atunci acestea nu conduc la aprecierea REER. În cazul, când fluxurile aferente investițiilor de portofoliu sunt orientate spre modernizarea companiilor localizate în țările în curs de dezvoltare care necesită utilaje și lăuni tehnologice noi, impactul va fi similar celui obținut de la investițiile directe.

Modul de determinare a cursului de schimb sugerează faptul că toate intrările de capital au un impact similar asupra cursului de schimb. Însă acest lucru este discutabil. Există dovezi privind impactul specific al categoriilor de fluxuri, precum fluxurile oficiale, FDI, și remitențele. Astfel, în cazul în care există constrângeri legate de ofertă, fluxurile de capital asociate cu un consum mai mare exercită presiuni mai mari asupra

prețului relativ al bunurilor interne, decât intrările de capital asociate cu investiții directe mai mari, care ar putea conține în mare parte mărfuri și utilaje importate.

Fluxurile guvernamentale oficiale sunt, în general, asociate cu aprecierea cursului de real schimb. Ajutorul extern conduce la o apreciere a cursului real de schimb numai în cazul în care sporește productivitatea în sectorul de producere a mărfurilor comerciale. În cazul în care ajutorul extern este canalizat pentru îmbunătățirea capacității de producție în sectorul mărfurilor necomerciale, autorii Elbadawi, Kaltani, și Schmidt-Hebbel, (2008) au găsit dovezi ale unei depreciere reale [4,p.5,al.2].

Fluxurile de FDI în măsura mai mica influențează extinderea volumului creditării și a masei monetare, fiindcă sunt numai pentru scurt timp intermediare de sistemul bancar local. Potențialul FDI de majorare a inflației poate fi, astfel, mai mic decât cel al creditelor bancare comerciale. Lartey (2007) constată că fluxul de FDI, la general, provoacă aprecierea cursului de schimb real. Saborowski (2009) sugerează că, în special, în țările în curs de dezvoltare intrările de FDI duc la o apreciere reală a cursului de schimb [4,p.5,al.4].

Fluxurile de FDI ar putea fi materializate în investiții în utilaje și echipamente importate, aceste importuri nu se reflecta asupra ofertei de valuta străină la nivel local și, astfel, nu au nici un efect de apreciere. Efectele colaterale ale FDI pot îmbunătăți, de asemenea, capacitatea locală de producție, prin transferul de tehnologie și know-how managerial. Întrucât țările cu un climat investițional mai bun atrag mai multe investiții străine directe, capacitatea locală de producție ar putea atrage alte fluxuri de FDI, reducând astfel presiunea asupra REER-lui. FDI sunt, de asemenea, un flux mai stabil decât creditele bancare și investițiile de portofoliu.

Remitențele sau transferuri personale, pot fi asimilate intrărilor de capital privat, impactul acestora asupra REER-lui depinde de faptul dacă acestea sunt pro- sau contraciclice. Pe de o parte, remitențele acționează ca o bariera, ajutând la echilibrarea consumul, în cazul în care acesta scade atunci când economia recipientă suferă o recesiune economică (Lueth și Ruiz-Arranz, 2007, Chami et al, 2008) [4,p.5,al.5]. În acest caz, ele ajută la menținerea economiilor recipiente stabile prin compensarea pentru pierderile de schimb valutar din cauza șocurilor macroeconomice. Aceste remitențe anti-ciclice nu au un efect mare asupra cursului de schimb real efectiv.

Pe de altă parte, remitențele destinate investițiilor pot fi pro-ciclice, agravând supraîncălzirea macroeconomică și conducând la aprecierea și mai mare a cursului real de schimb. În unele țări în curs de dezvoltare, de exemplu, remitențele pro-ciclice cheltuite pe bunuri imobiliare au crescut prețurile la imobil, dând naștere la un boom în construcție. Atunci când cele mai multe dintre remitențe sunt cheltuite pe bunuri de consum de utilizare îndelungată importate, efectele lor asupra cursului real de schimb sunt mai slabe.

Este important de știut ce potențial au diferitele forme de intrări de capital pentru aprecierea REER. Combes, Kinda și Plane (2011) au identificat următoarele caracteristici:

- aprecierea cauzată de intrările *publice de capital* este mai mare decât cea determinată de *intrările private*, sugerând că ultimele sunt folosite pentru investiții productive, iar fluxurile publice sunt folosite mai mult pentru creșterea consumului guvernamental;
- creșterea cu 1 punct procentual a raportului dintre *investițiile de portofoliu* și PIB este asociată unei aprecieri de 7,8% a REER-lui;
- creșterea cu 1 punct procentual a raportului dintre FDI sau credite bancare și PIB generează o apreciere de 1% a REER-lui;
- creșterea cu 1 punct procentual a raportului dintre transferurile private (în principal, remiteri) și PIB este asociată unei aprecieri de 0,3% a REER;

- remiterile sunt contraciclice, având cel mai mic efect în acest sens [4,p.16,al.1-5].

Relația dintre cursul de schimb real efectiv și fluxurile de capital poate fi privită în funcție de alegerea *regimului cursului de schimb*. În anii 1970 dezbaterile academice pe această temă s-au axat exclusiv pe o alegere binară între cursurile de schimb flotante sau fixe. Deși o astfel de dualitate are avantajul analitic, realitatea de astăzi este mult mai complexă, ținând cont de distincția între clasificările de iure și de facto, numărul de categorii ale regimului se extind.

Cu un *curs fix de schimb*, intrările de capital cresc potențial inflația. Domeniul de aplicare al acestor presiuni depinde de faptul dacă intrările de capital sunt determinate de factori autonomi sau de o creștere a cererii interne de bani și, de asemenea, de măsurile de răspuns la intrările de capital. O creștere a fluxurilor de capital poate duce la o explozie a creditului atunci când autoritățile monetare nu reușesc să le sterilizeze. O cerere mai mare a masei monetare și presiunile inflaționiste în cadrul economiei, contribuie la o creștere relativă a prețurilor la bunurile necomerciale. O politică de sterilizare poate tempera *aprecierea reală*, dar ținând cont de pericolele de sterilizare trebuie să recunoaștem nesustenabilitatea acesteia pe termen lung. Într-adevăr, atunci când *cursul de schimb este fix*, o politică de sterilizare va duce la rate mai mari ale dobânzii și la atragerea fluxurilor suplimentare de capital. Mai mult decât atât, deținerea activelor externe cu rate ale dobânzii mai mici decât cele interne, va genera pierderi cvazi-fiscale pentru băncile centrale, conducându-i să renunțe la această politică pe termen mediu sau pe termen lung.

În cazul unui curs *flotant de schimb*, fluxurile de capital conduc la o apreciere a cursului nominal de schimb, provocând o scădere a prețurilor relative ale bunurilor importate și o temperare a consumului de bunuri necomerciale. *Flexibilitatea ratei de schimb* asigură faptul că politica monetară este oarecum independentă de intrările de capital. În cazul apariției unor incertitudini, un *curs de schimb mai flexibil* ar putea descuraja pe termen scurt fluxurile speculative și reduce vulnerabilitatea sistemului financiar, în special atunci când supravegherea și reglementarea sunt subdezvoltate. *Prin urmare, un regim flexibil al cursului de schimb temperează fluxurile de capital care generează o apreciere reală mai mare*. Cu toate acestea, un curs de schimb flexibil pur, ar putea fi o problemă, dacă cursul rezultat din toate tipurile de fluxuri de capital diferă de cursul de echilibru pe termen lung. Aprecierea cursului real de schimb subminează competitivitatea, mărește deficitul de cont curent și sporește vulnerabilitatea în fața unei crize financiare. Aprecierea semnificativă ar putea duce la o bruscă comprimare a fluxurilor de capital, provocând o ajustare bruscă a contului curent. Astfel, în afară de efectul negativ asupra investițiilor, aprecierea semnificativă a ratei reale de schimb, ar putea crea probleme majore pentru managementul macroeconomic, dar și asupra sectorului real. Prin urmare, necesitând intervențiile băncii centrale pentru limitarea efectelor perverse și realocări costisitoare a resurselor productive în economie.

Deși unele instrumente monetare ar putea preveni efectele economice nedorite ale unei aprecieri nominale a cursului de schimb flotant, în cazul unui *regim gestionat* al cursului de schimb, este dificil de a lupta împotriva forțelor de piață pentru mult timp. Acest fapt este, de asemenea, valabil și pentru un *regim fix*. *Regimurile intermediare* ar putea oferi o anumită flexibilitate. În țările cu un *regim al cursului de schimb intermediar*, autoritățile țintesc un anumit nivel al ratei de schimb nominale și a agregatelor monetare, acumularea rezervelor, devenind un instrument de politică. Autoritățile monetare pot diminua presiunea asupra cursului de schimb nominal, menținând un anumit curs nominal de schimb, utilizând *intervențiile*, în același timp acumulând alte rezerve, dar totodată pe această cale pot majora nivelul inflației. Prin contrast, în cazul intervențiilor la scară mică, când autoritățile acumulează rezerve mai

puține, poate crește presiunea asupra cursului de schimb nominal, înregistrând o inflație mai joasă.

Astfel, țările în curs de dezvoltare utilizează *flexibilitatea cursului de schimb* ca un instrument macroeconomic pentru a tempera aprecierea reală a ratelor de schimb, cauzate de intrări de capital. Rezultatele obținute de Combes, Kinda și Plane (2011) denotă că un curs de schimb mai flexibil ajută la reducerea presiunilor în sensul aprecierii REER-lui [4, p.18, al.3].

Deci, alegerea făcută de multe economii în curs de dezvoltare de a reduce intervențiile (creșterea flexibilității cursului de schimb) în favoarea reducerii inflației este corectă. Iar, măsura de facto a flexibilității cursului de schimb le-a permis autorilor să concluzioneze că, un curs de schimb mai flexibil ar putea atenua în mod eficient aprecierea reală rezultată din intrările de capital.

IV. Trinitate imposibilă

Celebra trilemă a modelului Mundell-Fleming afirmă că, țările nu pot simultan soluționa problema cursului de schimb, să aibă un cont de capital deschis și o politică monetară independentă. Gradul de deschidere a contului de capital și regimul cursului de schimb sunt elemente importante pentru transmiterea politicii monetare. Doar două din aceste trei obiective sunt reciproc compatibile [5, p.82].

În cazul în care *contul de capital este închis*, ratele interne ale dobânzii pot fi transmise către cererea internă, indiferent de regimul cursului de schimb. În cazul în care *contul de capital este deschis*, atunci politica monetară internă va fi determinată de regimul cursului de schimb și de gradul de substituție între activele financiare interne și externe.

În cazul *regimului flotant* al cursului de schimb, politica monetară poate fi transmisă, fie prin intermediul ratei dobânzii și canalul de lichiditate sau prin canalul ratei de schimb. În cazul canalului din urmă, impactul politicii monetare asupra cererii agregate este mai mare în cazul în care activele interne și externe sunt substituibile, deoarece modificările de politică ale ratelor dobânzii afectează cursul de schimb, care, la rândul său, afectează producția și inflația. Cu toate acestea, substituibilitatea mai mare între activele interne și externe contrabalanează sau compensează impactul politicii monetare prin intermediul fluxurilor de capital în cazul unui *regim fix al cursului de schimb*. Prin urmare, autoritățile monetare pot modifica rata internă a dobânzii, independent de ratele străine numai în cazul unui grad mai mic de substituție în cadrul unui *regim fix al cursului de schimb*.

Analiza de mai sus sugerează că *canalul ratei de schimb* de transmisie a politicii monetare este afectat în cazul în care *cursului de schimb nu-i este permisă flotarea liberă*. Impactul fluxurilor de capital asupra ratelor de schimb ar putea fi compensat și prin intermediul intervențiilor pe piața valutară. Majoritatea economiilor în dezvoltare utilizează efectiv intervențiile valutare pentru a completa instrumentele de politică monetară.

V. Modul de calculare al cursului de schimb real efectiv

Cursul de schimb real efectiv (în continuare – **REER_CPI**) este un indicator, care reflectă competitivitatea internațională a unei țări în funcție de evoluția cursurilor de schimb nominale, ajustate în funcție de diferențele de preț între o țară și partenerii săi comerciali principali și se determină ca raportul între indicele cursului de schimb nominal efectiv ajustat cu dinamica raportului între prețurile sau costurile interne față de cele externe ale principalilor parteneri comerciali [6, p.14].

Cursul de schimb real efectiv este descris de următoarea formulă:

$$REER = \frac{NEER}{\prod_{i=1}^n (P_{it}^*)^{w_i^*}}$$

unde:

P_{it}^* – raportul dintre indicele de preț al partenerului comercial i și indicele de preț al țării pentru care se face analiza. Acești indici sunt calculați în dinamică, cumulativ, ca produsul indicilor de preț în secțiune lunară pe toată perioada de calcul, începând cu perioada de referință.

w_i^* – ponderea normalizată a partenerului comercial principal i în totalul schimburilor comerciale a țării doar cu partenerii comerciali principali.

Iar cursul de schimb nominal efectiv poate fi calculat după următoarea formulă:

$$NEER = \prod_{i=1}^n (R_{it}^*)^{w_i^*}; \quad R_{it}^* = \frac{R_{it}}{R_{i0}}$$

unde:

R_{it}^* – indicele cursului de schimb nominal mediu lunar al monedei naționale față de valuta străină din țara-partener comercial i , calculat față de cursul de schimb, înregistrat în perioada de referință;

w_i^* – ponderea normalizată a partenerului comercial principal i în totalul schimburilor comerciale a țării doar cu partenerii comerciali principali.

Banca Națională a Moldovei oficial calculează REER-ul ca o medie ponderată a cursului mediu al leului moldovenesc în raport cu un coșul de valute ale principalilor parteneri comerciali, ajustat cu efectele inflației în țările respective. Ponderile valutei în coș sunt calculate în baza balanței comerciale a Republicii Moldovei, principalii parteneri fiind România, Rusia și Ucraina. În total, în prezent la baza calculului cursului de schimb nominal și real efectiv stau valutele a 17 țări. Perioada de bază este considerată a fi luna decembrie 2000 [7,p.45,al.1].

Conform studiilor teoretice, **cursul de schimb real efectiv calculat în baza costului unitar al muncii** (în continuare – **REER_ULC**) este un indicator, care reflectă competitivitatea internațională țării în corespundere cu evoluția cursurilor de schimb nominale, ajustate în funcție de costul unitar al muncii între țara respectivă și partenerii săi comerciali principali și se determină ca raportul între indicele cursului de schimb nominal efectiv ajustat cu dinamica raportului între costul unitar al muncii intern față de costurile externe ale principalilor parteneri comerciali [8,p.6-7,12-13].

În esență, costul unitar al muncii compară creșterea cheltuielilor totale aferente forței de muncă, cu creșterea productivității muncii. Indicatorul standard – inclus și în cadrul sistemului de indicatori structurali – se calculează ca raport între creșterea unitară a remunerației salariaților și creșterea productivității muncii:

$$CUM = (Rs / S) / (Q / P)$$

Rs – remunerarea salariaților

S – numărul mediu de salariați

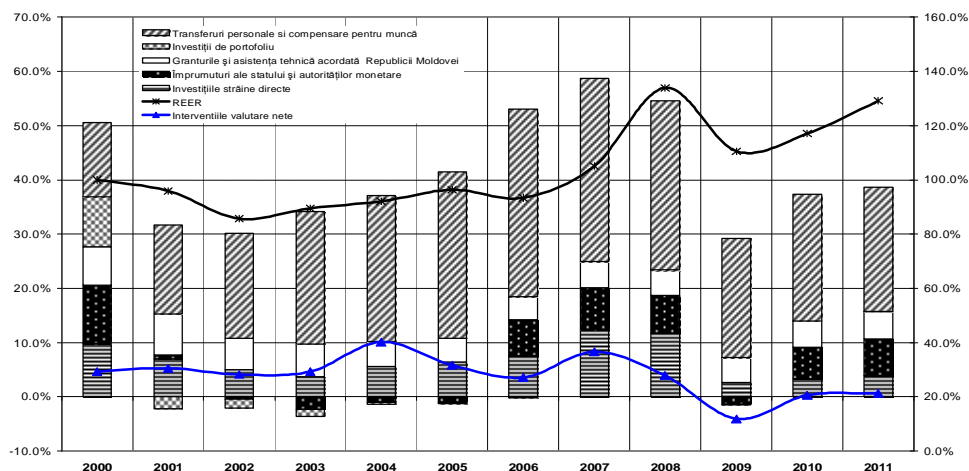
Q – produsul intern brut

P – populația ocupată

VI. Fluxul de capital și cursul de schimb real efectiv în Republica Moldova

În cazul Republicii Moldova, analiza structurii fluxurilor de capital, REER-lui și intervențiilor nete pe piața valutară scoate în evidență legătura strânsă între dinamica

transferurilor personale și compensărilor pentru muncă și a investițiilor străine directe cu evoluția cursului de schimb real efectiv (Graficul 1).

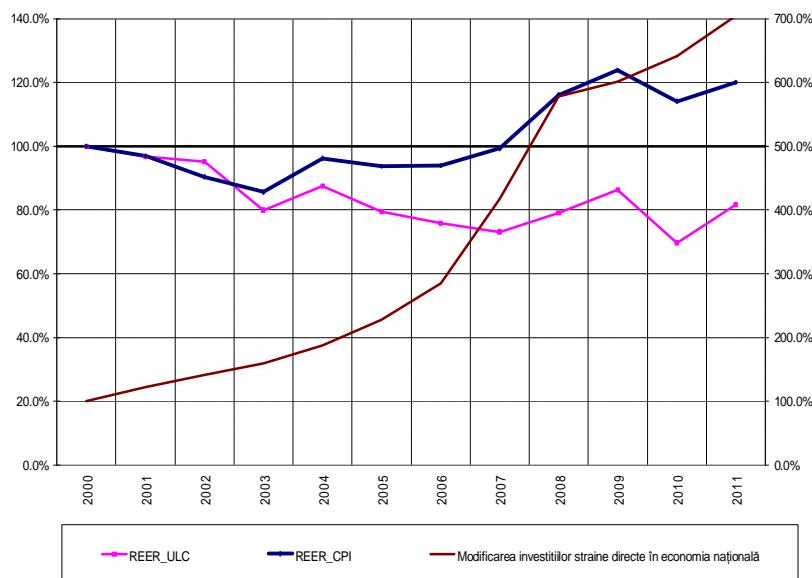


Graficul 1. Structura fluxurilor de capital (% din PIB), REER și intervențiile nete pe piața valutară (sursa: Balanța de Plăți a RM și altele)

Astfel, din grafic observăm că, în perioada 2003-2008, creșterea volumului transferurilor personale (cu o rată medie anuală de 34.6 la sută) și a investițiilor străine directe (începând cu anul 2004, cu o rată medie anuală de 61.0 la sută) a condus la aprecierea anuală a REER-ului în medie cu 10.4 la sută, cu excepția anului 2006, când s-a înregistrat o mică depreciere a acestuia. În această perioadă BNM a fost activă pe piața valutară, efectuând intervenții valutare, atât de cumpărare, cât și de vânzare. Începând cu anul 2009, în legătură cu criza în țările de origine a transferurilor personale și investițiilor directe, volumul acestora s-a diminuat semnificativ respectiv cu 36.5 la sută și de 4.9 ori, iar REER-ul și-a inversat traiectoria spre o depreciere (cu 17.4 la sută). În perioada anilor 2010-2011, odată cu o ușoară ameliorare a situației economice în țările europene, REER-ul iarăși și-a reluat trendul de apreciere respectiv cu 5.9 și cu 10.3 la sută în luna decembrie a anului de referință comparativ cu luna decembrie a anului precedent, pe fondalul creșterii anuale a volumului transferurilor personale, respectiv cu 12.7 și cu 18.4 la sută, precum și majorarea volumului investițiilor străine directe respectiv cu 35.8 și cu 38.8 la sută.

Analiza de mai sus ne permite să concluzionăm că, în perioada 2003-2008 transferurile personale în Republica Moldova au purtat un caracter pro-ciclic, fiind în mare parte destinate investițiilor în lipsa unei oferte interne de bani la un preț alternativ, la fel de avantajos. În aceste condiții și efectele transferurilor personale asupra REER-ului, s-au asociat cu efectele investițiilor directe și în ansamblu au contribuit la aprecierea cursului de schimb real efectiv de rând cu alți factori nu mai puțin importanți. Astfel, în perioada 2003-2008, transferurile personale, în mare parte, au fost cheltuite pe bunuri imobiliare și au dus la creșterea prețurilor la imobil, dând naștere la un boom în construcție, contribuind astfel la creșterea semnificativă a activității economice în ramura construcțiilor de la 3.9 la sută din PIB în anul 2003 până la 11.9 la sută din PIB în anul 2008.

În legătură cu faptul că, conform unor studii examinate mai sus investițiile străine directe în economia națională pot conduce la aprecierea cursului real efectiv, iar conform altor, acestea nu influențează asupra aprecierii cursului, ne-am propus să analizăm aparte evoluția volumului investițiilor străine directe în Republica Moldova și a REER-ului.



Graficul 2. Evoluția REER și volumului investițiilor străine directe în economia națională

Din datele Graficului 2 este evidentă tendință ascendentă a volumului investițiilor străine directe în Republica Moldova pe fondalul aprecierii cursului real efectiv calculat în baza indicelui prețurilor de consum (IPC) și deprecierei acestuia calculat în baza costurilor unitare ale forței de muncă (ULC) (tabelul 1).¹ În anul 2011 în Republica Moldova atât cursul de schimb real efectiv bazat pe costurile unitare ale forței de muncă, cât și cel calculat în baza indicelui prețurilor de consum au conturat o tendință similară de apreciere pe termen scurt, după o depreciere destul de semnificativă în anul 2010. Astfel, REER_CPI în anul 2011 s-a apreciat cu 10.3 la sută față de finele anului precedent, pe când aprecierea REER_ULC cu 17.2 la sută a fost mai puternică în contextul sporirii câștigului salarial mediu lunar în economie cu 13.2 la sută².

Prin prisma cifrelor detaliate relevante calculării REER_CPI este evident, că modificarea acestuia în direcția aprecierii a încorporat efectul generat de evoluția prețurilor de consum și impactul deprecierei nominale puternice față de dolarul SUA a monedelor unora dintre partenerii comerciali principali externi (printre cele mai semnificative fiind deprecierea rublei bielorusă – cu 181.1 la sută, lirei turcești - cu 22.8 la sută, zlotului polonez – cu 12.0 la sută, forintului ungar – cu 9.7 la sută și rublei rusești – cu 1.9 la sută). Cea mai semnificativă contribuție la apreciere le-a revenit, în principal, Republicii Belarus - cu 1.73 p.p., României - cu 1.64 p.p., Rusiei - cu 1.36 p.p și Turciei – cu 1.32 p.p. Astfel, observăm impactul direct al unor factori asupra aprecierii cursului de schimb real efectiv, evoluția fluxurilor de capital în țările indicatorii economici ai cărora sunt implicați în calcul, fiind numai fonul în care ia naștere dinamica factorilor cu impact direct asupra REER-lui.

¹ Dintre țările din regiune, Cehia și Polonia, s-au confruntat cu o apreciere reală puternică, ce s-a temperat la începutul anilor 2000, iar în Ungaria aprecierea a continuat și în 2004. Unele studii arată că aprecierea reală puternică din aceste țări în anii '90 nu poate fi în totalitate explicată prin creșterea productivității în sectorul de bunuri tranzacționabile (tradables, efectul Balassa-Samuelson). Principala cauză a aprecierii reale o reprezintă investițiile străine directe, deoarece pot genera câștiguri nete la export, conducând astfel la o apreciere reală. Bulir și Smidkova (2005) arată că indicatorii economici de baza justifică aproape 60% din aprecierea reală în Cehia, Polonia și Ungaria, iar restul de 40% revine așteptărilor prea optimiste cu privire la viteza de convergență reală, impactului temporar al intrărilor de capital din privatizare și efectul psihologic al procesului de extindere a EU[4].

² Cea mai mare sporire a câștigului salarial mediu lunar s-a înregistrat în agricultura și silvicultura, care s-a cifrat la 24.7 la sută.

Este de menționat, că în circumstanțele economice favorabile atragerii investițiilor, Republica Moldova a atras în anul 2011 un volum de investiții străine directe cu 9.8 la sută mai mare comparativ cu anul 2010 (tabelul 1).

Tabelul 1. Evoluția REER și volumului investițiilor străine directe în economia națională

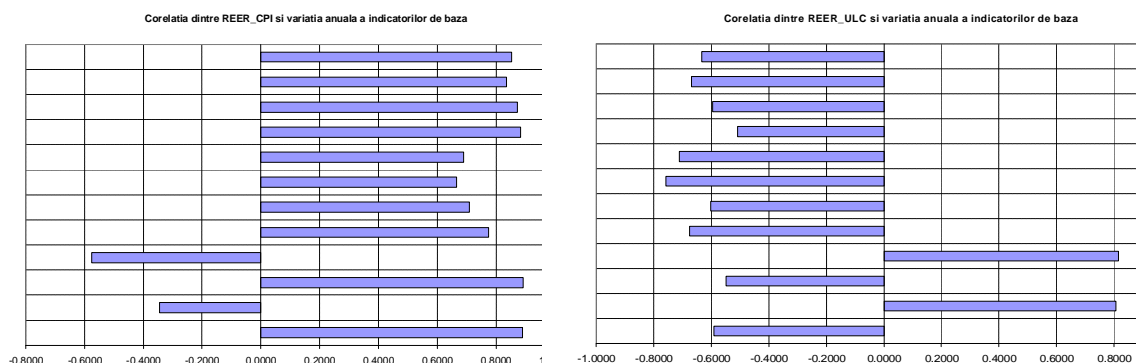
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
REER_ULC	100.0%	96.7%	95.1%	80.0%	87.5%	79.5%	75.9%	73.1%	79.1%	86.3%	69.7%	81.7%
<i>modificarea</i>		-3.3%	-1.6%	-15.9%	9.4%	-9.1%	-4.6%	-3.6%	8.2%	9.1%	-19.2%	17.2%
REER_CPI	100.0%	96.9%	90.4%	85.7%	96.2%	93.7%	93.9%	99.3%	116.1%	123.9%	114.1%	120.1%
<i>modificarea</i>		-3.1%	-6.8%	-5.2%	12.3%	-2.6%	0.2%	5.7%	16.9%	6.7%	-7.9%	5.2%
Salariul mediu lunar al unui lucrător	32.81	42.26	50.95	63.89	89.48	104.66	129.23	170.15	243.54	247.23	240.31	272.12
<i>modificarea</i>		28.8%	20.6%	25.4%	40.0%	17.0%	23.5%	31.7%	43.1%	1.5%	-2.8%	13.2%
Investiții străine directe în economia națională (mii lei)	448.83	549.14	636.70	713.91	843.85	1,020.18	1,278.12	1,876.51	2,596.28	2,697.01	2,879.64	3,163.27
<i>modificarea</i>		22.3%	15.9%	12.1%	18.2%	20.9%	25.3%	46.8%	38.4%	3.9%	6.8%	9.8%

Totodată, conform calculelor efectuate, indicatorul REER_ULC în anul 2011 a constituit 81.7 la sută, adică cu mult sub o sută, fapt ce denotă că Republica Moldova continuă să mențină poziția competitivă la nivel macroeconomic din punct de vedere al costurilor unitare ale forței de muncă. Cu toate că în anul trecut pe fondalul scăderii costurilor unitare ale forței de muncă la partenerii comerciali principali, cum ar fi Rusia (cu 6.9 la sută), Republica Belarus (cu 5.9 la sută), Ucraina (cu 2.8 la sută) și creșterii comparativ cu alte țări din regiune a costurilor unitare ale forței de muncă în Moldova (cu 12.6 la sută) a avut loc aprecierea cursului de schimb real efectiv. În urma calculelor efectuate s-a constatat că cea mai semnificativă contribuție în aprecierea REER_ULC îi revine, în principal, Republicii Belarus (cu 8.06 p.p.), Ucrainei (cu 4.54 p.p) și Rusiei (cu 1.54 p.p.). *Menținerea în continuare a poziției competitive la nivel macroeconomic din punct de vedere al costurilor unitare ale forței de muncă creează un cadru favorabil pentru atragerea investițiilor suplimentare în Republica Moldova.*

VII. Identificarea relației dintre cursul real efectiv și factorii fundamentali care îl determină

Analiza interdependenței dintre REER și evoluția celor 12 variabile de bază, precum ar fi: consumul administrației publice (**GCON**), productivitatea sau PIB-lui pe un cap de locuitor (**PROD**), raportul dintre masa monetară și PIB sau lichiditatea (**LIQ**), raportul de schimb (export/import) (**TOT**), gradul de deschidere a economiei (**OPEN**), fluxul net de capital (**NKF**), *investițiile directe în economia națională (FDI)*, *investițiile de portofolii în economia națională (PORT)*, *alte investiții în economia națională (DEBT)*, contul curent (**INCOME**), *transferurile guvernamentale¹ (AID)*, *transferurile din străinătate efectuate în favoarea persoanelor fizice (REMIT)* denotă că aprecierea cursului de schimb real efectiv se datorează în principal impactului unor indicatori, contrabalansată cu efectul opus al dinamicii altor indicatori (graficul 2 și 3).

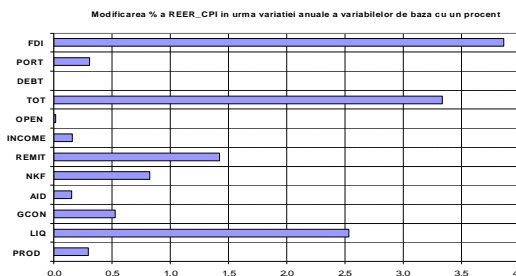
¹ granturilor pentru susținerea bugetului, ajutorului umanitar, proiectelor investiționale în infrastructură și asistenței tehnice.



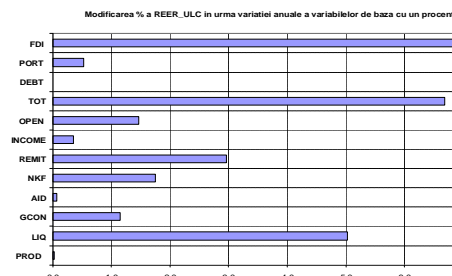
Graficul 3 și 4. Corelația dintre REER și variația anuală a indicatorilor de bază

Sintetizând rezultatele calculelor obținute cu ajutorul tehnicilor econometrice de cointegrare s-a ajuns la concluzia că printre factorii ce influențează mai puternic modificarea cursului real efectiv au fost 5 variabile (graficele nr. 3-4). Astfel, conform rezultatelor evaluării, sporirea cu 1% pe termen lung a variabililor de bază, ce țin de fluxul de capital și alimentează modificarea cursului real efectiv:

- cu 3.9 la sută (în cazul modificării raportului dintre investițiile străine directe și PIB),
 - cu 1.4 la sută (în cazul creșterii transferurilor personale raportate la PIB),
 - cu 0.8 la sută (în cazul creșterii fluxului net de capital raportat la PIB).
- Comparativ cu influența altor variabile de bază:
- cu 3.3 la sută (în cazul modificării raportului de schimb dintre export și import),
 - cu 2.5 la sută (în cazul creșterii raportului dintre masa monetară și PIB).



Graficul 5. Modificarea procentuală a REER_CPI în urma variației anuale a variabilelor de baza cu un procent



Graficul 6. Modificarea procentuală a REER_ULC în urma variației anuale a variabilelor de baza cu un procent

Graficele nr. 5-6, precum și tabelul nr.2. privind corelația dintre REER și evoluția trimestrială a indicatorilor de bază demonstrează elocvent, că factorul **FDI** cu un grad sporit al corelației pe parcursul perioadei analizate (0.8905), a avut un impact mai mare asupra modificării cursului de schimb real efectiv.

Tabelul 2. Corelația dintre REER și volumul de mărfuri exportate, volumul investițiilor în economia națională

	REER_ULC	REER_CPI
Investiții străine directe (FDI)	-0.5907	0.8905
Alte investiții (de portofoliu și altele)	-0.5221	0.8985

Este evident, că Republica Moldova trebuie și în continuare să păstreze avantajele economice obținute, concentrând politicile monetare și valutare asupra diminuării inflației și permițând fluctuarea cursului nominal de schimb.

Analiza fluxurilor de capital și cursul de schimb real efectiv în Republica Moldova urmează a fi în continuată și aprofundată, în scopul identificării de mai departe a tipurilor de fluxuri de capital care efectiv conduc la aprecierea REER-lui și erodarea competitivității și elaborarea pe această bază a propunerilor de politică.

VIII. Regimul cursului de schimb valutar în Republica Moldova

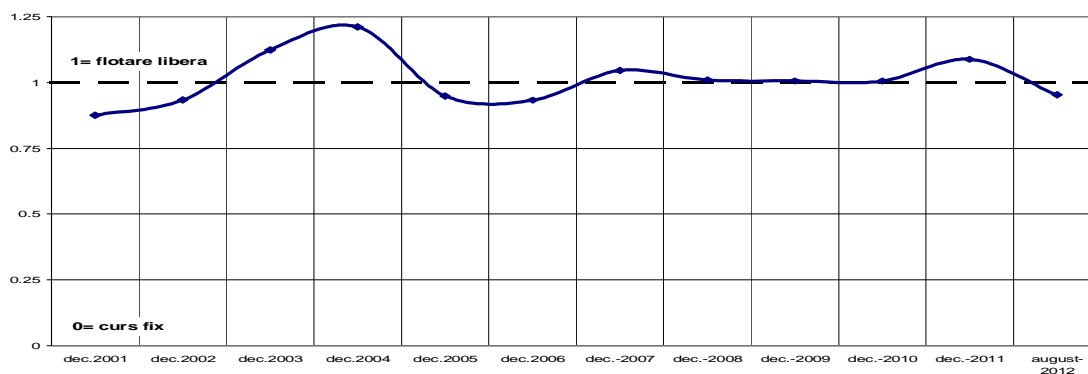
Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pentru anii 2010-2012 prevede promovarea în continuare a politicii valutare prudente, consecventă și corelată cu obiectivul fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor, precum și plasarea rezervelor internaționale ale statului în instrumente investiționale care corespund criteriilor de siguranță și lichiditate. Banca Națională a Moldovei va menține în continuare *regimul cursului de schimb valutar flotant* [9,pg.45,al.1].

În ultimul Raport de țară al FMI pentru Republica Moldova publicat în luna februarie 2012, în anexa II la Memorandumul Suplimentar de Politici economice și financiare din 12 ianuarie 2012, în capitolul II. Cadrul revizuit de Politici pentru anii 2011-12 se menționează că, BNM urmează să mențină *flexibilitatea cursului de schimb*, limitând intervențiile sale pe piața valutară pentru a echilibra fluctuațiile haotice [10,p.30,al.1].

Gradul de flexibilitate al cursului de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA a fost calculat după formula [4,p.18;1,pg.29]:

$$\left(\frac{|S_t - S_{t-1}|}{S_{t-1}} \right) / \left(\frac{|S_t - S_{t-1}|}{S_{t-1}} + \frac{|Int_{t/t-1}|}{BM_{t-1}} \right)$$

unde: S_t = cursul nominal de schimb la momentul t,
 Int_t = valoarea cumpărărilor / vânzărilor de valută
 BM_t = baza monetară



Graficul 7. Gradul de flexibilitate al cursului de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA

Gradul de flexibilitate al cursului de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA demonstrează faptul că, acesta în principiu, se află în flotare liberă, BNM intervenind pe piața valutară doar în scopul atenuării fluctuațiilor excesive.

Concluzii

Pierderea competitivității cauzată de un curs de schimb real efectiv apreciat este una dintre principalele consecințe negative asociate cu fluxurile de capital. În cazul în care regimul cursului de schimb este flexibil, aprecierea reală a cursului de schimb apare ca urmare a aprecierii cursului nominal de schimb. În cazul în care cursul de schimb este fix, aprecierea reală este cauzată de o creștere a inflației, în urma creșterii ofertei de bani. Aprecierea cursului real de schimb subminează competitivitatea, lărgeste deficitul de cont curent și sporește vulnerabilitatea în fața unei crize financiare. Aprecierea semnificativă ar putea duce la o comprimare bruscă a fluxurilor de capital, provocând o ajustare la fel de bruscă a contului curent. Dincolo de efectul negativ asupra investițiilor, aprecierea semnificativă a cursului real de schimb, ar putea crea probleme majore pentru managementul macroeconomic.

- Principalele politici de gestionarea fluxurilor de capital în vederea diminuării riscurilor potențiale ale intrărilor excedente de capital, sunt *cursul de schimb adecvat, politicile monetare și fiscale*.

- În cadrul lucrării au fost identificate măsurile de gestiune a fluxurilor de capital (*MGFC*) și cadrul de aplicare al acestora în scopul apărării împotriva intrărilor excesive de capital și prevenirii aprecierii cursului de schimb real efectiv, fiind grupate după principiile de rezidență și prioritate de aplicare.

- „Problema transferului” se referă la impactul intrărilor sau ieșirilor de capital, care este capturat, în principal prin intermediul cursului de schimb real efectiv. În lucrare a fost studiat efectul diferitelor componente ale intrărilor de capital asupra REER a și a fost evaluat potențialul de flexibilitate al cursului nominal de schimb ca o barieră împotriva aprecierii reale. Intrările de capital private și publice sunt asociate cu aprecierea REER. Intrările de capital dezagregate arată că efectul de apreciere exercitat de acestea diferă în funcție de tipul de flux. Investițiile de portofoliu, care sunt mai volatile, au un efect mai mare de apreciere, fiind urmate de FDI și împrumuturile bancare. Deoarece aceste fluxuri sunt potențial asociate cu o creștere a capacității de producție, aprecierea reală asociată cu investițiile străine directe și împrumuturi bancare constituie abia a șaptea parte din aprecierea reală cauzată de investițiile de portofoliu. Transferurile private (în principal remitențele) sunt fluxuri care au efectul cel mic de apreciere. Aceasta fapt sugerează că remitențele sunt mai mult anti-, dar pot fi și prociclice. Transferurile private ar putea ajuta țările să compenseze deprecierea reală a cursului de schimb în timpul perioadelor de încetinire economică.

- Țările deseori pun în aplicare politici pentru a reduce sau a evita pierderea de competitivitate asociate cu aprecierea REER-lui ca urmare a intrărilor excesive de capital. Flexibilitatea cursului de schimb, este unul dintre principalele instrumente macroeconomice disponibile pentru țările care se confruntă cu fluxuri semnificative de capital. Astfel, permițând o mai mare flexibilitate a cursului de schimb, autoritățile, contribuie la temperarea aprecierii reale ca urmare a intrărilor de capital.

- Celebra trilemă a modelului Mundell-Fleming afirmă că, țările nu pot simultan soluționa problema cursului de schimb, să aibă un cont de capital deschis și o politică monetară independentă. Gradul de deschidere a contului de capital și regimul cursului de schimb sunt elemente importante pentru transmiterea politicii monetare. Doar două din aceste trei obiective sunt reciproc compatibile. Analiza sugerează că *canalul cursului de schimb* de transmisie a politicii monetare este afectat în cazul în care *cursului de schimb nu-i este permisă flotarea liberă*. Impactul fluxurilor de capital asupra cursului de schimb ar putea fi compensat și prin intermediul intervențiilor pe piața valutară.

- În cazul Republicii Moldova, din modul de calculare al cursului de schimb real efectiv, relevă că aprecierea acestuia, în mod indirect se datorează impactului fluxurilor

de capital. Factorii, care direct influențează asupra aprecierii sau deprecierei REER-lui sunt cursul mediu nominal de schimb al leului moldovenesc față de monedele naționale ale țărilor parteneri comerciali principali, nivelul inflației în Republica Moldova și în țările parteneri comerciali, precum și ponderea volumului comerțului exterior al Republicii Moldova cu fiecare dintre țările parteneri comerciali principali în totalul schimburilor comerciale. Astfel, REER-ul, fiind un indicator complex capturează efectele macroeconomice atât ale fluxurilor de capital, cât și a consecințelor mix-lui de politici aplicate de autorități în gestionarea economiei țării. Gradul de flexibilitate al cursului de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA demonstrează faptul că, acesta în principiu, se află în flotare liberă, BNM intervenind pe piața valutară doar în scopul atenuării fluctuațiilor excesive.

În Comunicatul informativ nr. 12/116, publicat în luna octombrie 2012 referitor la Deciziile Consiliului Executiv al FMI în cadrul Consultărilor cu Republica Moldova în baza Articolului IV al Statutului FMI, se menționează că „Poziția externă din domeniul economic dă naștere unor îngrijorări. Deficitul considerabil de cont curent, creșterea datoriei private pe termen scurt, precum și riscurile externe fac apel la majorarea rezervelor internaționale ale BNM. Cursul de schimb real efectiv este moderat supraevaluat în raport cu fundamentele de bază, deși este de așteptat treptat să se auto-corecteze, în funcție de micșorarea nivelului inflației, diminuarea volumului fluxului de capital, și al ritmului înalt de acumulare a rezervelor valutare” [11, al.12].

În final, dorim să atragem atenția asupra faptului că, atunci când țările în curs de dezvoltare pun în aplicare politicile de atragere a fluxurilor de capital, ar trebui să ia în considerare faptul că o apreciere semnificativă a cursului de schimb real efectiv, ar putea destabiliza managementul macroeconomic. O atenție deosebită trebuie acordată fluxurilor pe termen scurt, cum ar fi fluxurile de investiții de portofoliu, care au un efect considerabil de apreciere în termeni reali, comparativ cu alte tipuri ale fluxului de capital. Aprecierea nominală a cursului de schimb, rezistentă datorită intervențiilor pe piața valutară nu se dovedește a fi utilă pentru a evita o apreciere reală. Permitearea unui anumit grad de flexibilitate a cursului de schimb nominal duce la temperarea aprecierii ce deriva din intrările de capital în scopul evitării pierderii semnificative a competitivității.

Referințe bibliografice

1. Managementul intrărilor de capital într-un cadru macroeconomic cu anticipații inflaționiste, Academician Mugur Isărescu, Disertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității „Transilvania”, Brașov, 2011, 30 pag.;
2. Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of the Czech Republic, Poland and Romania, Ibrahim Chowdhury and Leonor Keller, IMF Working Paper, May 2012, 25 pag.;
3. Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets, IMF Staff Discussion Note, Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth, April 21, 2011, 45 pag.;
4. Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate, Tidiane Kinda, Jean-Louis Combes, Patrick Plane, IMF Working Paper WP/11/9, January 2011, 34 pag.;
5. Capital flows, exchange rate regime and monetary policy. Sweta C Saxena¹, BIS Papers, no 35, Bank for International Settlements, 22 pag.;
6. External Sector Policies Course, Workshops, IMF Institute, 1996, pag. 38;
7. Raport asupra inflației, BNM, nr. 3, august 2012, 65 pag.;
8. Estimating the real effective exchange rate (REER) by using the unit labor cost (ULC) in Romania, Elena PELINESCU, Petre CARAIAN, Institute of Economic Forecasting, Romanian Academy, Bucharest 2006, 18 pg.;
9. Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pentru perioada 2010-2012, (modificată prin Hotărârea Consiliului de administrație al Băncii Naționale a Moldovei nr.267 din 30.12.2010, în vigoare din 01.01.2011), http://www.bnm.org/md/financiar_politics_bnm; IMF Country Report No. 12/38

- Republic of Moldova: Fourth Reviews Under the Extended Arrangement and Under the Three-Year Arrangement Under the Extended Credit Facility, and Requests for Waiver for Nonobservance of a Performance Criterion and for Modification of a Performance Criterion. International Monetary Fund, February 2012, <http://www.imf.md/press/cr1238.pdf>;
IMF Executive Board Concludes 2012 Article IV Consultation with the Republic of Moldova, Public Information Notice (PIN) No. 12/116, October 1, 2012
10. <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2012/pn12116.htm>.