

INTERACȚIUNEA POLITICII MONETARE CU POLITICA FISCALĂ ÎN ȚĂRILE MICI CU ECONOMII DESCHISE

Viorica LOPOTENCO, dr. habil., conf. univ.
Departamentul Investiții și Activitate Bancară,
ASEM, Republica Moldova,

<https://orcid.org/0000-0003-1296-1995>, lopotenco.viorica@ase.md

DOI: <https://doi.org/10.36004/nier.cecg.III.2023.17.1>

Abstract. *The consequences of the COVID-19 pandemic, intensified by Russia's aggression in Ukraine, determined that in both developed and emerging countries, the monetary and fiscal authorities could not ensure efficiency in achieving the objectives of financial policies. This study aims to identify the determinants of monetary and fiscal policies in a small open economy, in the example of the Republic of Moldova, which must not only ensure the stability of the financial system but also correspond to the trends of the "new normal," through the interconnection with innovation, which it drives the expansion of private digital currencies and FinTech. Both qualitative (phenomenological analysis) and quantitative (inferential statistics) methods were used in the research process. At the same time, the case study research strategy was applied (within determining the particularities of the interaction between fiscal and monetary policies in a small open economy, in the example of the Republic of Moldova). In the Republic of Moldova, the coordination mechanism of fiscal and monetary policy instruments differs by its specificity from countries with developed economies. The assessment of the short-term effects of fiscal and monetary policy instruments on macroeconomic indicators indicates that they are very approximate and, in many situations, contradictory. At the same time, the monetary policy in the Republic of Moldova has several notable characteristics, particularly a qualitative dependence on external economic factors and external economic shocks. Bibliographic sources that research the relationship between fiscal and monetary policies in the context of the significant changes in the world economy were used for this study. A deeper analysis requires the application of more complex econometric methods to determine the impact of the relationship between monetary policy and fiscal policy on several macroeconomic variables. At the same time, we note the usefulness of the study results for the authorities of the Republic of Moldova.*

Keywords: *monetary policy, fiscal policy, instruments of monetary and fiscal policies, money supply*

JEL: *E52, E62, F64*

UDC: *336.02*

Introducere. Una dintre problemele fundamentale ale teoriei și practicii economice dezbatute pe parcursul mai multor decenii este creșterea eficacității funcționale a politicii fiscale și monetare în dezvoltarea socială modernă.

Respectiv, impactul politicii fiscale și monetare asupra economiei a fost cercetat și discutat în diferite paradigme economice. În urma proceselor de schimb reciproc de rezultate științifice, în acest domeniu s-a condus treptat la o estompare a frontierelor dintre abordări opuse și la o creștere a gradului de întrepătrundere a conceptelor care anterior păreau complet contrastante.

În ultimul deceniu, interacțiunea dintre politicile fiscale și monetare în continuare este o temă actuală de cercetare și se axează în mare parte pe prevederile, privind coordonarea instrumentelor de politică fiscală și monetară.

În țările mici cu economii deschise, problema coordonării politicii monetare cu cea fiscală a reapărut pe primul plan al dezbaterilor, ca rezultat al proceselor inflaționiste, care au marcat economiile acestor țări, ca urmare a crizei pandemice COVID-19 și a invaziei Rusiei în Ucraina. Deși, școlile economice au identificat anterior mai multe soluții ce țin de coordonarea politicii monetare și fiscale, trebuie de remarcat, că în condiții și perioade diferite sunt necesare abordări specifice modelului economic existent.

Scopul publicației este de a elucida determinantele interacțiunii politicilor monetare și fiscale într-o economie mică deschisă, pe exemplul Republicii Moldova, care să corespundă modelului economic persistent bazat pe inovare, în special pe expansiunea monedelor digitale private și FinTech.

Studiul este compus din mai multe părți componente. În al doilea compartiment este revizuită literatura, ce ține de interacțiunea dintre politicile fiscale și monetare. În a treia parte este prezentată metodologia cercetării. Rezultatele cercetării sunt analizate în secțiune a patra. Ultimul compartiment este dedicat evidențierii concluziilor.

Revizuirea literaturii. Pe parcursul a mai multor decenii de studiere a subiectului interacțiunii dintre politicile monetare și fiscale s-au conturat mai multe direcții de cercetare.

Primul curent de cercetare a interacțiunii politicilor monetare cu cea fiscală, poate fi considerat cel New Keynesian (Barro & Gordon, 1983), (Coibion et al., 2012), care pune accent pe cadrul de politică monetară optimă, iar politicile fiscale i se atribuie un rol exogen dat sau pasiv. Adepții acestei viziuni, analizează ipotezele privind obiectivele și instrumentele politicii monetare pentru comportamentul optim al băncii centrale din punct de vedere al independenței acesteia (Khan et al., 2003), (Chafwehé et al., 2022).

Pe de altă parte Muscatelli & Tirelli, constată că politica fiscală trebuie să iasă din umbra politicii monetare, în scopul stabilizării macroeconomice. În acest sens, rolul politicii fiscale constă în identificarea unor reguli pentru autoritățile fiscale, în mare parte prin stabilirea unor stabilizatori automați, în contextul independenței depline a băncii centrale. Pentru realizarea acestor condiții e nevoie de cunoașterea compatibilității strategice a instrumentelor de politică fiscală și monetară (Muscatelli & Tirelli, 2005). Și Benigno & Woodford ajung la concluzia că politica fiscală ar fi un instrument eficient de gestiune al ciclurilor economice. În opinia acestora este nevoie de cercetat mai profund posibilele asimetrii dintre politicile monetare și fiscale (Benigno & Woodford, 2003).

Un alt grup de cercetători a încercat, aplicând teoria jocurilor să realizeze o optimizare macroeconomică, bazându-se pe variații ale aspectelor instituționale ale interacțiunii dintre autoritățile fiscale și monetare și evaluarea diferitelor versiuni ale acestei interacțiuni în ceea ce privește teoria bunăstării sociale (Giannoni & Woodford, 2002), (Saulo et al., 2013).

Politica fiscală depinde de puterea de a ridica impozitele și prerogativa de a emite datorii susținute de venituri fiscale viitoare. Politica monetară deține puterea de a emite „bani”, o răspundere irecuperabilă a statului, folosită ca mijloc de plată. Aceste puteri se întăresc reciproc. Obligațiunea de a plăti impozite susține cererea de bani, încurajând utilizarea acestora ca instrument de plată. La rândul său, un sistem monetar stabil întărește baza de impozitare. În plus, emiterea de bani susține veniturile fiscale și poate contribui la prevenirea neîndeplinirii obligațiilor tehnice ale guvernului, deoarece datoria publică este rambursabilă în bani. Puterile privilegiate ale politicii fiscale și monetare depind în cele din urmă de un contract social implicit susținut de încrederea în stat (BIS, 2023).

Activitatea economică este influențată de politicile monetare și fiscale, care sunt autonome și au impact asupra economiei prin canale distincte. Mecanismele de transmitere a politicii monetare includ efecte ale ratei dobânzii, efecte ale cursului de schimb, alte efecte ale prețului activelor și așa-numitul canal de credit (Mishkin, 1995).

Politica fiscală este transmisă, în primul rând, prin impactul direct al cheltuielilor pentru bunuri și servicii și producția unora dintre aceste servicii, precum și prin transferuri către gospodăriile și firme. Politica fiscală influențează condițiile financiare prin emisiunea de datorii. Datoria publică nu numai că sprijină funcționarea sistemului financiar și stabilirea prețurilor activelor, ci poate avea un efect larg asupra curbei randamentului prețurilor altor active și cursului de schimb, precum și asupra solidității sistemului financiar atunci când soliditatea este pusă la îndoială.

Băncile Centrale, care au drept obiectiv principal, menținerea stabilității prețurilor, trebuie să ia în vedere și determinantele politicii fiscale. Țintirea implicită a unui nivel scăzut de inflație, nu poate asigura, prin ea însăși stabilitatea prețurilor. În primul rând, așteptările fiscale inconsecvente cu un nivel stabil al prețurilor pot împiedica producerea acestui rezultat.

Un exemplu de angajament fiscal adecvat, în acest scop, ar fi o țintă pentru valoarea reală a deficitului bugetar convențional (inclusiv dobânda la datoria publică). Din fericire, potrivit lui Michael Woodford, angajamentele privind echilibrul bugetar sau limitarea deficitului au dobândit o nouă importanță în politica macroeconomică, în aceeași perioadă, în care s-a pus accentul pe independența băncii centrale și pe politica monetară activă antiinflaționistă. Astfel, un angajament fiscal de acest fel, împreună cu un angajament de politică monetară, cum ar fi regula Taylor, reprezintă o abordare solidă pentru realizarea stabilității prețurilor pe termen lung. (Woodford, 2001).

Politica monetară, la rândul ei, influențează starea finanțelor publice. O face direct, prin stabilirea ratelor dobânzii (costurile îndatorării) și prin efectul său asupra cursului de schimb (când datoria este exprimată în valută) și face acest lucru indirect, prin impactul său asupra activității economice și asupra inflației în general, care poate modifica în mod semnificativ cheltuielile și impozitele guvernamentale. Cele

două politici în continuare interacționează prin bilanțuri interconectate. Deoarece banca centrală face parte din stat, rezultatele sale financiare alimentează starea financiară a guvernului prin remitențe. Achizițiile pe scară largă de datorie guvernamentală, precum și acumularea de rezerve valutare, au făcut finanțele guvernamentale mai sensibile la deciziile băncii centrale (BIS, 2023).

În perioada post COVID-19, cercetările în domeniul interacțiunii politicilor monetare și fiscale au luat avânt, ca urmare a suprapunerii inflației înalte cu un stres financiar provocat de deficitele fiscale, care au condus la creșterea datoriilor publice.

În acest context BIS a sesizat, că intensitatea curentă din economiile, atât a țărilor mari, cât și a celor mici cu economii deschise, poate fi determinată printr-un indicator, care determină punctul unde politicile monetare și fiscale probau frontierele a așa numitei „zone de stabilitate”. Zona care generează stabilitate macroeconomică și financiară, într-un context de interacțiune a politicilor monetare și fiscal. Frontierele sunt relative, deoarece sistemele economice aparent sunt stabile până la momentul când situația se schimbă brusc (BIS, 2023).

Materiale și metode. Perioada, care a urmat după COVID-19, amplificată de războiul Rusiei în Ucraina a demonstrat, că atât în țările dezvoltate, cât și în țările cu piețe financiare emergente, autoritățile monetare și fiscale nu au reușit să asigure atingerea eficientă a obiectivelor politicii financiare.

Acest lucru se datorează în mare măsură accelerării proceselor de globalizare financiară și susceptibilității tot mai mari a sistemelor financiare naționale la șocuri externe. În contextul unor dezbateri despre evenimentele, ce au urmat în economii, după crizele din ultima perioadă, în contextul responsabilității autorităților monetare și fiscale, pentru stabilitatea proceselor macroeconomice, problema eficienței politicii fiscale și monetare a căpătat o relevanță deosebită. Astfel, particularitățile situației actuale au predeterminat necesitatea revizuirii priorităților și creșterii eficacității politicilor fiscale și monetare, ținând cont de noile oportunități și restricții.

Politica monetară și fiscală, constituind două funcții economice de bază ale statului, joacă un rol cheie în asigurarea stabilității economice și a încrederii în elaborarea politicilor. Necesitatea interacțiunii dintre politicile fiscale și monetare în economia modernă este determinată, în primul rând, de coincidența scopurilor guvernului și ale băncii centrale. Totodată ambele politici presupun puteri privilegiate de acces și realocare a resurselor economice în societate. Obiectivele generale pot fi considerate a fi maximizarea bunăstării sociale, creșterea producției, reducerea inflației, reducerea datoriei publice etc.

Obligația de a păstra încrederea societății stabilește limite asupra puterilor privilegiate ale celor două politici. Politicile monetare și fiscale pot deveni o forță majoră pentru prosperitate, dacă sunt utilizate în mod eficient pentru a furniza bunuri publice și pentru a asigura un mediu financiar și macroeconomic stabil, susținut de un sistem de plăți solid. Dacă, în schimb, puterile lor sunt exercitate neînțelept, politicile pot dăuna grav economiei.

Modificările realizate în ultima perioadă în economia mondială, și în special, în sistemul monetar internațional, necesită o atenție deosebită și o monitorizare permanentă de către autoritățile monetare. Din multitudinea de provocări, cu care

se confruntă economiile naționale, menționăm două, care, din punctul nostru de vedere, merită a fi cercetate în mod constant, identificându-se tangența lor cu interacțiunea politicilor monetare și fiscale. Aceste provocări sunt creșterea rapidă a Fintech și digitalizarea monedelor. Problema inovațiilor financiare constă în faptul că, acestea împiedică efectele politicii monetare. Și țările cu economii mici deschise sunt nevoite să se conforme modificărilor din economia mondială și să-și adapteze politicile monetare și fiscale la provocările tot mai pronunțate.

Pentru Republica Moldova, care recent s-a confruntat cu un nivel de inflație extrem de mare, problema relației dintre politica monetară și cea fiscală este una actuală. Interacțiunea dintre aceste două domenii de politică joacă un rol central în capacitatea băncilor centrale de a atinge o inflație scăzută și stabilă. În schimb, politica fiscală afectează și politica monetară. O politică fiscală mai expansionistă crește cererea și în cele din urmă și inflația și astfel afectează politica monetară.

Finanțe publice stabile sunt o condiție prealabilă pentru stabilitatea prețurilor. Dacă capacitatea viitoare a guvernului de a obține venituri fiscale ar fi mai mică decât cheltuielile viitoare, credibilitatea țintei de inflație ar fi subminată. Aceasta implică dominație fiscală și poate duce la creșteri rapide ale prețurilor (Thedéen, 2023). Deci nu este în întregime corect, așa cum spun unii, că inflația este întotdeauna și peste tot un fenomen monetar, dar în practică și în teorie inflația este întotdeauna și peste tot un fenomen de politică monetară și fiscală (Leeper & Leith, 2016). Înțelegerea acestei realități poate ameliora contracararea inflației, chiar dacă băncile centrale, pot să nu reacționeze la măsurile de politică fiscală, deoarece politica monetară este independentă operațional de politica fiscală.

Pentru a identifica care este interacțiunea dintre politica monetară cu cea fiscală, în Republica Moldova vom încerca să realizăm o analiză a dinamicii indicatorilor macroeconomici specifici și vom construi ecuații de regresie liniară ale dependențelor acestora de nivelul venitului (Y) și ratei de refinanțare (R).

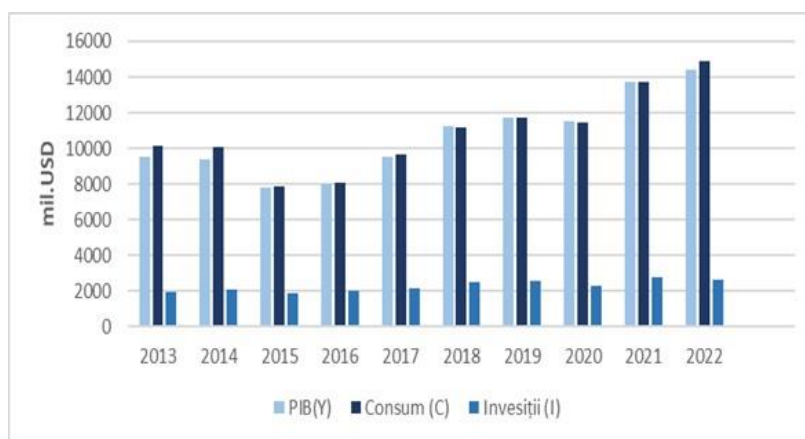


Figura 1. Dinamica PIB-ului, consumului final și al investițiilor în Republica Moldova, 2013–2022

Figura 1 prezintă dinamica PIB-ului nominal, a cheltuielilor de consum final și a investițiilor în Republicii Moldova, conform Sistemului de Conturi Naționale.

Sistemul de conturi naționale din Republica Moldova folosește formarea capitalului fix în calitate de investiții.

După cum se poate de observat în Figura 1, investițiile sunt cu mult mai mici decât consumul final. Ceea ce ar putea însemna că o parte din economiile brute este utilizată prin operațiunile de creditare ale băncilor pentru consumul final.

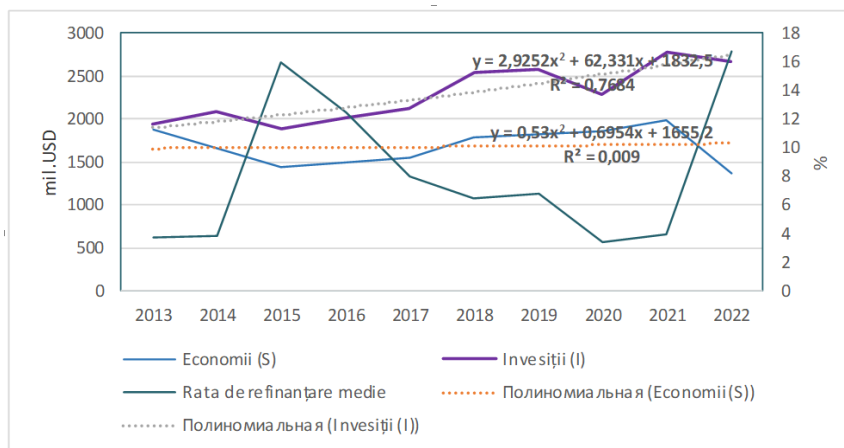


Figura 2. Dependența investițiilor (I) și a economiilor brute (S) de rata medie de refinanțare (axa orizontală) în perioada 2013–2022

Pentru a construi un model clasic, bazat pe IS-LM, este nevoie de un set de puncte de echilibru dintre economii și investiții, în raport cu rata de refinanțare. În Figura 2 a fost construit un grafic care ilustrează dependența economiilor și investițiilor de rata de refinanțare. Punctele de intersecție ale dreptelor S și I arată echilibrul dintre rata investițiilor și a economiilor. Din figură se observă că în perioada anilor 2013-2022, acest punct de echilibru nu a fost atins.

Legătura dintre politica monetară și indicatorii macroeconomici o vom determina prin intermediul modelului de regresie (Figurile 3, 4).

Din figurile de mai jos se observă o legătură mare între rata de refinanțare și economii și una practic inexistentă între rata de refinanțare și investiții. Valoarea lui R^2 este infim de mică, dar acceptabilă pentru soluția modelului IS-LM, deoarece scopul nostru a fost să găsim dependența investiției de rata de refinanțare.

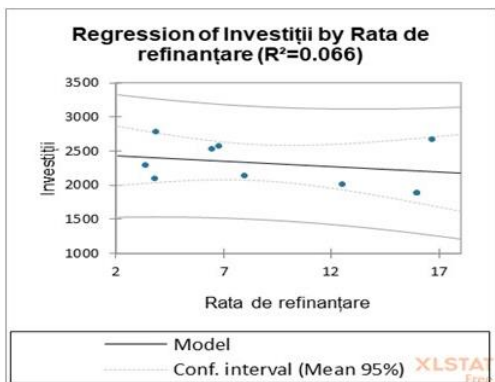


Figura 3. Legătura dintre Economii și rata de refinanțare

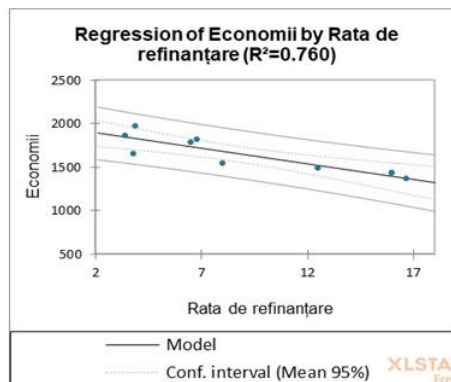


Figura 4. Legătura dintre Investiții și rata de refinanțare

Economiile sunt sursa principală la finanțarea investițiilor; aceasta este o regulă importantă din punct de vedere al teoriei și practicii economiei. Când țările dezvoltate și în curs de dezvoltare examinează modelele de creștere, cei mai importanți factori determinanți ai investițiilor sunt economiile, nu contează dacă acestea vor fi împrumutate în capitaluri proprii sau în forma de împrumut (Tasar, 2017). În cazul Republicii Moldova, relația economii-investiții este necesar să fie examinată în contextul puzzle-ului Feldstein-Horioka, deoarece se observă o rupere structurală (Feldstein & Horioka, 1980), de la valoarea investiției la modificările ratei de refinanțare pentru că, nu se respectă în totalitate legile economiei.

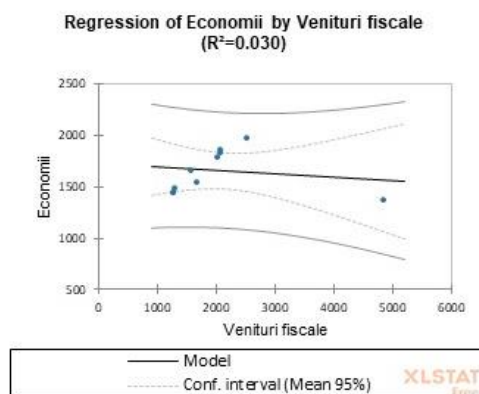


Figura 5. Legătura dintre Economii și veniturile fiscale

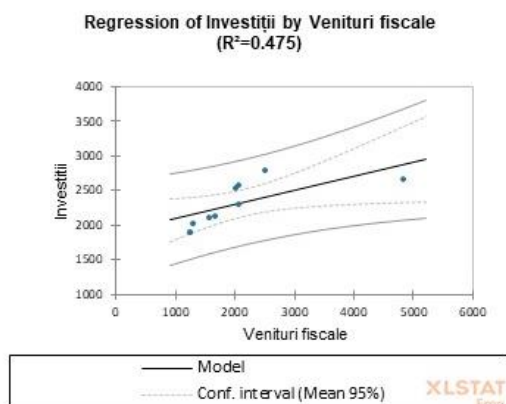


Figura 6. Legătura dintre Investiții și veniturile fiscale

În continuare vom determina legătura între economii și investiții, în raport cu veniturile fiscale (Figurile 5,6). Din grafice se poate de observat o legătură mică dintre veniturile fiscale cu economii și investiții.

Pentru a înțelege interacțiunea politicilor monetare și fiscale vom determina corelația dintre rata de refinanțare, veniturile fiscale și inflația (IPC).

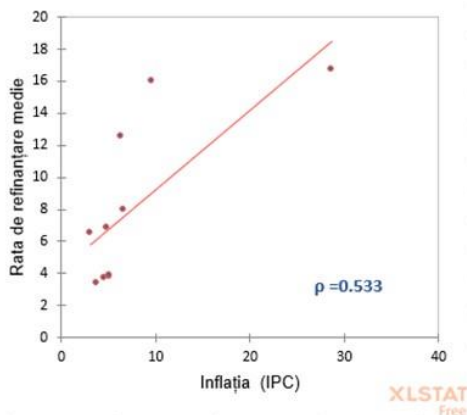


Figura 7. Corelația dintre rata de refinanțare și inflația

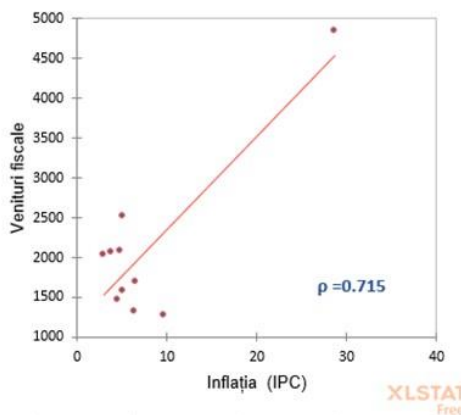


Figura 8. Corelația dintre venituri fiscale și inflația

Din figurile de mai sus se observă că în Republica Moldova se identifică o situație neobișnuită, unde corelația dintre veniturile fiscale și inflația este mai mare, decât dintre rata de refinanțare medie și inflația, determinată prin IPC. Aceasta pe de o parte demonstrează interacțiunea dintre politica monetară și fiscală, iar pe de altă parte ineficiența utilizării instrumentelor politicii monetare.

Cât privește determinantele politicii fiscale și monetare în contextul “noii normalități” a economiei internaționale, acestea trebuie identificate și analizate în timp. Totuși direcția de bază, atât pentru țările cu economii mari, cât și a celor mici cu economii deschise, trebuie să se axeze pe o tranziție a politicilor financiare spre o politică, care asigură interconectarea cu inovarea.

Rezultatele. Statul poate atinge obiectivele generale, cum ar fi maximizarea bunăstării sociale, creșterea producției, reducerea inflației, reducerea datoriei publice, folosind atât autoritățile de reglementare fiscale, cât și monetare.

În acest context, principalele abordări ale interacțiunii politicii monetare cu politica fiscală ar trebui să se axeze pe următoarele:

- ajustarea coordonată a instrumentelor de politică monetară și fiscală pentru tranziția la o economie cu un model calitativ nou, care să asigure o dezvoltare socio-economică durabilă pe o bază inovatoare;

- adaptarea interacțiunii politicilor monetare și fiscale la factori exogeni. Integrarea economică și financiară globală a slăbit transmiterea politicii monetare la nivel național și a sporit influența factorilor externi, care influențează prețurile interne și condițiile economice;

- intensificarea independenței băncilor centrale, prin menținerea de partea lor a opiniei publice, pentru că publicul este principala sursă a puterii și independenței sale. Aceasta înseamnă că banca centrală trebuie să își justifice în mod eficient acțiunile pentru a proteja publicul, mai ales în contextul inflației cauzate de măsuri de politică fiscală. Banca centrală își poate proteja, în cele din urmă, dominația dacă poate promite în mod credibil că nu va salva guvernul prin monetizarea datoriilor guvernamentale în caz de neplată (IMF, 2023);

- în viitor, perspectivele inflației ar trebui să ia în considerare și să țină seama, mai pe deplin, de impactul politicii fiscale, în special, deoarece constrângerile din partea ofertei măresc impactul cererii în exces asupra inflației;

Totodată ar trebui de menționat că rezultatele interacțiunii dintre politica monetară cu politica fiscală este strâns legată de ajustarea modelului economic existent, de îmbunătățirea mediului instituțional, de îmbunătățirea calității instituțiilor publice și a rolului statului.

Concluzii. Politica monetară, precum și cea fiscală necesită o abordare modificată, care să fie rezistentă la schimbările bruște și neașteptate ale scenariului macroeconomic. Măsurile care sunt eficiente într-un mediu macroeconomic pot avea consecințe nedorite atunci când condițiile se schimbă brusc (IMF, 2023).

Luate împreună, instrumentele politicii fiscale și monetare formează o pârghie puternică de influență asupra dezvoltării socio-economice. În acest sens, coordonarea direcțiilor și obiectivelor tuturor elementelor politicii macroeconomice, și mai ales a politicii fiscale și monetare, este o condiție importantă pentru creșterea eficacității acesteia. De fapt, scopul final al politicii fiscale și monetare nu ar trebui să fie stabilitatea prețurilor, nici stabilitatea monedei naționale, nici un buget fără deficit. Acești parametri formează obiective intermediare sau instrumentale. Scopul strategic al politicii fiscale și monetare este stabilit de scopul general al politicii macroeconomice - maximizarea bunăstării publice, asigurarea dezvoltării socio-economice durabile, creșterea nivelului și calității vieții societății.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91(4), 589-610. <http://www.jstor.org/stable/1831069>
- Benigno, P., & Woodford, M. (2003). *Optimal monetary and fiscal policy: a linear-quadratic approach*. Mimeo. New York University. Online. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c11445/c11445.pdf>
- BIS. Monetary and fiscal policy: safeguarding stability and trust. Chapter II. (2003). *BIS Annual Economic Report*, 41-83.
- Chafwehé, B., Oikonomou, R., Priftis, R., & Vogel, L. (2022). Optimal Monetary Policy with and without Debt. *LIDAM Discussion Paper IRES*, 27.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. & Wieland, J. (2012). The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound? *Review of Economic Studies*, 79(4), 1371-1406.
- Feldstein, M. & Horioka, C. (1980). Domestic saving and international capital flow. *The Economic Journal*, 90, 314-329.
- Giannoni, M. P., & Woodford, M. (2002). Optimal interest-rate rules: I. General theory. *NBER working paper series*. 9419
- IMF. (2023). New Directions for Monetary Policy. *Finance and Development*, 60(1), march.
- Khan, A. R., King, G., & Wolman, A. L. (2003). Optimal Monetary Policy. *Review of Economic Studies*, 70, 825-860.
- Leeper, E., & Leith, C. (2016). Understanding inflation as a joint monetary-fiscal phenomenon. In: Taylor, J., & Harald Uhlig (eds.). *Handbook of Macroeconomics* (vol. 2). Elsevier Press.
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- Muscattelli, A., & Tirelli, P. (2005). Analyzing the Interaction of Monetary and Fiscal Policy: Does Fiscal Policy Play a Valuable Role in Stabilisation. *CESifo Economic Studies*, 4, 549-585.
- Saulo, H., Rego, L., & Divino, J. (2013). *Fiscal and monetary policy interactions: A game theory approach*. *Annals of Operations Research*. 206. <https://doi.org/10.1007/s10479-013-1379-3>
- Tasar, I. (2017). Empirical analysis of savings and investments relation in Turkey: cointegration test with structural breaks approach. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 4(2), 106-111.
- Thedéén, E. (2023). *The links between monetary policy, financial stability and fiscal policy*. Speech. Swedish Economic Association, Stockholm.
- Woodford, M. (2001). Fiscal requirements for price stability. *Journal of Money, Credit, & Banking*, 33(3), 669-669.