

**ABORDĂRI MODERNE
ÎN IMPLEMENTAREA POLITICII
MONETARE ȘI REGLEMENTAREA
SISTEMELOR FINANCIARE**

*Radu CUHAL, dr., conf. univ., BNM
Ludmila STARIȚÎNA, dr., conf. cerc., BNM
Nicolae BASISTÎI, drd., IEFS*

Recenzent: Alexandru STRATAN, dr. hab., IEFS

În acest articol sunt identificate abordările moderne de implementare a politicii monetare și reglementare a sistemelor financiare. Este fundamentat un set de măsuri de prevenire și depășire a crizei financiare din punctul de vedere al diferitelor domenii de cercetare și al FMI.

Sunt identificate noi probleme de politică monetară a băncilor centrale, care sunt concepute pentru a asigura stabilitate financiară a statului (în cadrul politicii fiscale comune).

Sunt examinate principalele direcții de dezvoltare și implementare a unui nou mecanism monetar, destinat să asigure o soluție eficientă a problemelor de supraveghere macroprudențială și stabilitate financiară.

***Cuvinte cheie:** politica monetară, stabilitatea financiară, analiza macroprudențială, regim flexibil de țintire directă a inflației, hedging a riscurilor monetare, riscul de lichiditate.*

Introducere. În condițiile instabilității piețelor financiare globale și a sistemelor financiare naționale crește considerabil rolul politicii monetare promovate de băncile centrale. Acest lucru se datorează reducerii drastice a duratei ciclului financiar, volatilității ridicate a piețelor, care, la rândul lor, în evaluarea situației și în aprobarea deciziei necesită un nivel ridicat de eficiență și sinergie a tuturor participanților profesioniști a pieții financiare. Cu toate acestea, experiența arată că abordările tradiționale nu întotdeauna îndeplinesc nevoile de dezvoltare post-criză a economiei mondiale și au nevoie de unele modernizări sau ajustări pe baza trecerii la un nou regim monetar. **Provocarea nu constă doar în dezvoltarea măsurilor suplimentare sau în utilizarea noilor instrumente ale politicii monetare pentru a face față crizei, dar și în justificarea regimului monetar care poate preveni apariția unor crize financiare sistemice, sau, dacă este necesar, poate micșora efectele negative ale acestora.**

Conținut de bază. Lecțiile principale ale crizei financiare globale din anii 2007-2009, în atenția majorității savanților și practicienilor, sunt următoarele:

Sursa crizei a servit sectorului bancar, care datorită acumulărilor semnificative de riscuri individuale a constituit linkul dintre lanțul prost reglementat a sistemului financiar. Sursa principală de proveniență a crizelor financiare din ultimele decenii devin sectoarele, activități sau chiar unele instrumente financiare cel mai puțin reglementate. Cum arată experiența crizelor financiare din ultimele decenii, sursa principală de

**MODERN APPROACHES
TO THE IMPLEMENTATION OF MONETARY
POLICY AND THE REGULATION
OF FINANCIAL SYSTEMS**

*Radu CUHAL, PhD, Associate Professor, BNM
Ludmila STARIȚÎNA, PhD, Associate Professor, BNM
Nicolae BASISTÎI, PhD student, IEFS*

Reviewer Alexandru STRATAN, PhD, IEFS

This study determines the modern approaches to the implementation of monetary policy and regulation of financial systems. Set of measures to prevent and overcome the financial crisis is grounded taking into consideration different areas of research and the IMF.

New tasks of monetary policy in central banks are specified and they are intended to ensure the financial stability of the state (within the common fiscal policy).

The main directions of elaboration and implementation of new monetary policy mechanism, which is intended to ensure the effective solution of problems in macro prudential supervision and financial stability, are examined.

***Keywords:** Monetary policy, financial stability, macroprudential analysis, flexible inflation targeting, liquidity risk, hedging of monetary risks.*

Introduction. Taking into account the instability of the world financial markets and national financial systems, the role of the monetary and credit policy pursued by the central banks increases essentially. It is caused by a sharp reduction of the financial cycle duration, high volatility of the markets which all, in turn, demand high level of efficiency and a good coordination of actions carried out by all subjects of the financial market in order to assess any situation and take a corresponding decision. However, as the practice has shown, traditional approaches do not always correspond to requirements of post crisis development of the world economy and need certain modernization or updating on the basis of transition to some new monetary conditions. **The problem does not consist simply in working out some additional measures or new instruments of the monetary policy in order to counteract the crisis, but in the monetary policy substantiation that will be capable to warn about any appearance of any systemic financial crises or to neutralize their negative consequences in case of any need.**

Main content. The main lessons of the global financial crisis happened within the years 2007-2009 and mentioned by the majority of scientists and experts are the following.

The first: The banking sector served as the source of the crisis, because it has become a poorly regulated part of the overall financial system due to the fact that it accumulated considerable volumes of individual risks. Based on the experience of the financial crises of the past decades, the least regulated sectors, activities or even

proveniență a crizelor devin sectoarele, activități, sau chiar unele instrumente financiare cu cea mai mică reglementare. În consecință, următoarea criză financiară este de așteptat să fie în sectorul cel mai puțin reglementat a sistemului financiar, un grup de produse financiare sau instituții financiare. În plus, teoria "dispersiei riscului", pe care s-au bazat finanțatorii de mai mulți ani, crezând că prin hedging-ul riscurilor individuale pot fi evitate șocurile sistemice, nu s-a confirmat.

Metodologia și instrumentele de prognoză a riscurilor sistemice și gestionarea crizelor nu au fost suficient de dezvoltate sau chiar absente. Sistemele de reglementare a multor țări nu au luat în considerație problemele reale de dezvoltare a sectorului financiar, dar autoritățile de reglementare în sine nu au reușit să anticipeze fenomenul crizei și nu au reacționat rapid la panica bancară și la șocurile financiare. Totodată, s-a demonstrat faptul că în multe țări nu există o abordare unică (și mecanisme conexe) la formularea și realizarea politicii guvernamentale financiare, ce a complicat procesul de depășire a consecințelor crizei.

Consecințele crizei au fost eliminate pe baza utilizării instrumentelor politicii monetare promovate de băncile centrale, precum și pe baza activităților efectuate de Guverne prin utilizarea semnificativă a fondurilor bugetare. Cu toate acestea, practica a demonstrat că această metodă pentru multe țări nu a fost cea mai eficientă, cel puțin, din punctul de vedere socio-economic, ceea ce a dus la crizele socio-economice și la creșterea tensiunilor sociale.

Modelul economic bazat pe dezvoltarea avansată a sectorului financiar, în comparație cu dezvoltare reală, încă o dată a intensificat contradicția dintre producția costului real și modificarea formelor ei numerare și financiare, ceea ce a contribuit la intensificarea proceselor inflaționiste și la creșterea instabilității macroeconomice [3, p. 30-34].

Cu toate acestea, dacă în evaluarea consecințelor și lecțiilor crizei mai mulți experți au fost de acord, atunci în justificarea măsurilor de prevenire și soluționare a crizelor financiare, opinii au fost cu mult mai diferite. Generalizarea măsurilor propuse permite identificarea câtorva direcții, unele dintre care, în opinia noastră, nu aduc o deosebită noutate, dar utilizarea altora implică o probabilitate mai mică să fie suficient de eficace în viitor.

1. În mod tradițional, se propune intensificarea reglementării și supravegherii de stat asupra sectorului bancar, asupra piețelor financiare, asupra instituțiilor financiare și chiar asupra produselor financiare. Deși aceasta este o problemă foarte importantă propusă de Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară, completările ulterioare la Acordurile privind capital (Basel III), în opinia noastră, nu aduc modificări majore nici în metodologia, nici în procesul de reglementare și supraveghere. Ele pot fi văzute doar ca completări cosmetice, reflectate la situația actuală, precum și prolixitatea de inovații în timp (până la 2019), doar

individual financial instruments became the main sources of these crises. Therefore the next financial crisis should be expected in the least controlled sector of the financial system, group of financial products or monetary institutions. Besides this, the theory of 'risk dispersion', which has been carried out by many financiers for many years who believed that it is possible to avoid any system shocks by hedging individual risks, has not been confirmed.

The second: The methodology and instruments used for system risks and crises forecasting have proven to be insufficiently developed or in some cases even were not applied at all. In many countries regulatory systems have not considered the real problems of the financial sector development, and the regulators themselves failed to anticipate crises events and to respond instantly to any banking panics and financial shocks. Besides this it has appeared that in many countries there is no any uniform approach (and corresponding mechanisms) ready to form and realize the state financial policy; thus, it all has complicated the overall process of crisis consequences overcoming.

The third: Crisis consequences were eliminated based on the use of the monetary policy instruments carried out by central banks, as well as on active actions taken by the governments that had to use considerable amounts of budgetary funds. However, the practice has shown that this method appeared to be less efficient for many countries, especially from the social and economic point of view; it has led to social and economic crises and to the strengthening of social tension.

The fourth: The economic model based on advanced development of the financial sector being compared to the real sector of the economy, has once again aggravated the contradiction between the production of real cost and the movement of its monetary and financial forms that promoted the strengthening of inflationary processes and macroeconomic instability [3, p. 30-34].

However, if in an estimation of consequences and lessons of the crisis experts were more unanimous, then in justification of actions intended for prevention and overcome of financial crises there was a huge variation in their opinions. Generalization of all the proposed measures can identify several areas, some of which, in our opinion, are not particularly new, and the use of the others can unlikely be sufficiently effective in the future.

1. The strengthening of the state regulation and supervision of banking activity, financial markets, financial institutions and even financial products is offered traditionally. Although it is a really important task, in our opinion, the addenda to the Agreements on capital (Basel III) offered by Basel Committee on Banking Supervision do not introduce any cardinal changes either in methodology, or in the whole process of regulation and supervision. They can be considered only as cosmetic additions that reflect the current situation; and the extension in time of all innovations implementation (until 2019) only confirms this.

2. The active involvement of governments to address

confirmă aceasta.

2. Implicarea activă a guvernelor în abordarea problemelor sectorului financiar, prin creșterea cheltuielilor bugetare, inclusiv pentru menținerea solvabilității și a lichidității instituțiilor din sectorul financiar, precum și prin efectuarea investițiilor în anumite domenii sau sectoare ale economiei naționale.

3. Cerințele politicienilor și ale publicului larg către băncile centrale este să pună în aplicare politici ce vizează stimularea dezvoltării sectorului real, ramurilor individuale ale economiei sau chiar corporațiilor. În unele cazuri, se înaintează propuneri de majorare a cotei de participare a statului în structura sectorului financiar.

4. Introducerea sistemelor de analiză macroprudențială în băncile centrale sau în megaregulatori independenți cu scopul monitorizării condițiilor macroeconomice, identificării dezechilibrelor și dezvoltării măsurilor de prevenire a riscurilor sistemice. Deși această abordare de asemenea nu este în întregime nouă, deoarece majoritatea băncilor centrale în structurile sale au avut încă până la criză unități, în funcțiile cărora a fost asigurarea stabilității financiare, totuși aceasta merită o atenție deosebită ca o cale de perspectivă în extensia promițătoare a metodologiei de analiză financiară.

5. Totalul de oferte cu caracter global: schimbarea sistemului monetar mondial, crearea de noi instituții globale și regionale și organe supranaționale de reglementare și supraveghere financiară, extinderea spectrului monedelor regionale, schimbarea principiilor de emisie a monedelor naționale, revenirea la "standardul de aur" etc.

Noile sarcini ale politicii monetare și în reglementarea piețelor financiare în perioada post-criză au fost definitivate în modul cel mai clar de către Fondul Monetar Internațional (FMI). Executând o analiză a impactului consecințelor crizei financiare globale, experții FMI au identificat trei priorități ale politicii băncilor centrale, care sunt concepute pentru a promova stabilitatea financiară:

- utilizarea în procesul de formulare și implementare a politicii monetare a rezultatelor a analizei macroprudențiale, precum și extinderea competențelor băncilor centrale ca regulator principal al pieței financiare;

- asigurarea priorității sarcinilor stabilității prețurilor ca obiectiv principal al politicii monetare;

- îmbunătățirea dirijării lichidității sistemului bancar pe baza creșterii flexibilității procedurilor utilizate de către băncile centrale, precum și sporirea controlului și reglementarea instituțiilor și piețelor financiare, aceștia fiind potențialii beneficiari a sprijinului de lichiditate.

Apreciind pozitiv propunerile FMI, deși e nevoie de menționat faptul că, în pofida nivelului ridicat de elaborare teoretică a teoriei monetare și o experiență bogată în aplicare practică a politicii monetare, nu există nici o rețetă unică, la fel de potrivită pentru toate țările cu posibilitatea eliminării tuturor consecințelor, și cu atât

the problems of the financial sector by increasing budget expenditures (including the maintenance of solvency and liquidity of the institutions from the financial sector and the realization of capital expenditures in specific areas or sectors of the national economy).

3. The request from politicians and the public addressed to central banks with the aim to pursue a policy directed on stimulation of the real sector development, the development of separate branches or even certain corporations. In some cases, there were proposals to increase the share of state ownership in the structure of the financial sector.

4. The introduction of macro-prudential analysis systems in the central banks or independent mega-regulators in order to monitor the macroeconomic situation, identify imbalances and develop measures to prevent the systemic risks. Although this approach is also not essentially new, since prior to the crisis most of the central banks around the world had units in their organizational structure whose main responsibility was to ensure financial stability, it deserves attention as a prospective direction towards the extension of financial analysis methodology.

5. The complex of proposals having global character: the world monetary system change, the creation of new world and regional financial institutions and supranational regulatory and supervision bodies, the expansion of the regional currencies spectrum, the change of principles referring to the national currencies issue, return to the 'gold standard' and many other.

Most clearly the new tasks of monetary policy and principles of financial markets regulation for the post-crisis period were defined by IMF. Analyzing the impact of the global financial crisis, IMF experts have identified the following three priorities for the central banks' policy, which are designed to promote financial stability:

- To use the results of macro-prudential analysis and to expand the authority of the central banks as main regulators of the financial market in the process of the monetary policy elaboration and implementation;

- To provide the priority to price stability measures as the primary objective of the monetary policy;

- To improve the liquidity management within the banking system by increasing the flexibility of procedures used by the central banks, as well as to increase the activity control and regulation of the financial institutions and markets that are potential recipients of any liquidity support.

Appreciating the IMF proposals positively, it is necessary to notice anyway that, despite the high level of their overall theoretical development of the monetary theory and their huge practical experience in the monetary policy implementation, there is no any uniform recipe which is equally suitable for all countries and which is capable to eliminate any consequences and moreover to foresee any major systemic financial crises. Despite the generality of some problems, the ways to overcome crisis and to ensure the post-crisis development of national financial systems can be different in some countries.

mai mult cu posibilitatea prevederilor crizelor financiare sistemice majore. În ciuda problemelor comune, căile de ieșire din criză și dezvoltare post-criză a sistemelor naționale financiare în unele țări pot fi diferite.

Până în prezent, abordarea generală la formularea și realizarea a politicii monetare a băncilor centrale este concentrarea lor asupra stabilității monedei naționale, precum și realizarea regimurilor monetare bazate pe stabilitatea prețurilor. Potrivit experților, menținerea stabilității nivelului general al prețurilor în economie ar trebui să fie obiectivul principal al băncii centrale, care permite realizarea unei politici monetare contra-ciclice și oferă un nivel ridicat de ocupare [4, 9, 10].

Revizuirea scopurilor și obiectivelor de politică monetară are loc în multe țări. În mandatul băncilor centrale este inclusă funcția de asigurare a stabilității financiare și macroeconomice, care necesită lărgirea instrumentelor mai avansate de politică monetară și totodată lărgirea competențelor băncilor centrale pentru atingerea acestor obiective și consolidarea independenței operaționale și instituționale. În prezent abordarea dominantă conform căreia obiectivul principal al politicii monetare a băncii centrale constă în asigurarea stabilității monedei naționale, ceea ce implică menținerea cursului de schimb, precum și stabilitatea prețurilor, în timp ce alte obiective trebuie să fie subordonate acestora și care trebuie clasificate în ordinea importanței lor. În special, în realizarea unei politici financiare unice a statului stabilitatea prețurilor ar trebui să contribuie la asigurarea stabilității financiare și macroeconomice [6, p. 23-29].

Practica a arătat că, în ultimii ani, mai ales în perioada de criză, băncile centrale din mai multe țări, în alegerea instrumentelor pentru asigurarea stabilității prețurilor și stabilității financiare se confruntă permanent cu necesitatea căutării unui "compromis". Faptul că la dispoziția băncilor centrale nu sunt instrumente speciale cu impactul direct asupra nivelului de stabilitate financiară, sursa de dezechilibru pentru care sunt adesea factori care nu sunt sub influența directă a băncilor centrale. În plus, dezbaterile continuă în direcția stabilirii dacă o banca centrală, cu o politică activă a ratelor poate preveni modificări bruște a prețurilor pentru active (bunuri imobiliare, valori mobiliare). O întrebare pentru discuții rămâne a fi, cum de utilizat instrumentele de politică monetară pentru a rezolva conflictul dintre asigurarea stabilității financiare și asigurarea stabilității prețurilor. În opinia noastră, aceste probleme cum și altele trebuie să fie abordate în cadrul strategiei generale a politicii financiare a statului, precum și în cadrul noului regim monetar implementat de banca centrală.

În prezent, cel mai eficient regim de politică monetară pentru asigurarea stabilității prețurilor este considerat regimul de țintire directă a inflației. Acest regim a devenit o bază preferată pentru realizarea a politicii monetare în multe bănci centrale, deși în forma clasică se aplică numai în 26 de țări. Unele bănci centrale, inclusiv BCE, Fed, Banca Japoniei, Banca Națională a Elveției, nu au trecut pe deplin la realizarea regimului monetar dat, doar folosesc câteva dintre

Today the general approach to elaborate and implement the monetary and credit policy of the central banks is to direct the attention of the central banks to the maintenance of national monetary units stability and realization of monetary regimes which will be based on the maintenance of price stability. According to experts, the maintenance of the overall price level stability in economy should become a main objective for any central bank; thus this approach will offer the possibility to conduct an anti-cyclic monetary and credit policy as well as to ensure a high level of employment [4; 9; 10].

At present a complete revision of the monetary and credit policy objectives and goals occurs in many countries. There is a function of financial and macroeconomic stability maintenance included in the mandate of the central banks which requires expansion of the monetary and credit policy instruments, the broadening of the central bank's powers in order to fulfill this function, as well as the strengthening of the central bank's operational and institutional independence. Today the dominant approach is the one that declares the main objective of the central bank's monetary policy as being the maintenance of the national monetary unit stability, which should include both the stability of exchange rates and prices; the rest of the central bank's objectives should be subordinated to this one being classified by the degree of their importance.

In particular, the achievement of the price stability should contribute to the financial and macroeconomic stability within the framework of the state uniform financial policy realization. [6, p.23-29].

In practice, during the last years, especially during the world crisis period, the central banks of many countries have constantly been facing the necessity to find a reasonable compromise when choosing the corresponding instruments for price and financial stability maintenance. The point is that the central banks do not have special instruments for a direct impact on the level of the financial stability, for which the source of imbalance is often out of any possible direct influence of the central bank. Besides, there are some discussions concerning any possibility for the central bank to prevent any sharp changes in assets price (for example, in real estate and securities prices) via the central bank's active interest rates adjustment policy. There is still also another debatable question on the possibility to solve the conflict between the maintenance of financial stability and the guarantee of price stability. In our opinion, these and some other problems should be solved within the framework of the general realization of the state financial policy strategy, as well as within the framework of the new monetary regime carried out by the central bank.

At present the most effective monetary regime that promotes the price stability is the one dedicated to the inflation targeting. This regime has become a preferable basis of the monetary and credit policy realization for many central banks; although in its classical form it has been already applied in 26 countries only. Some central banks (in particular ECB, FRS, Bank of Japan, Swiss

elementele sale. Astfel cum rezultă dintr-un studiu al FMI, în conformitate cu regimul dat în țările dezvoltate, inflația se menține la un nivel-țintă sau într-un interval definit în cadrul 1-3 la sută, în timp ce în țările în curs de dezvoltare - la nivel de 3-6 la sută [11, p. 46-49].

Țintirea inflației, este o modalitate eficientă a asigurării stabilității prețurilor și de fixare a anticipărilor inflaționiste și reprezintă o importanță majoră pentru piețele emergente. Începând cu anii 2000 țările date trec în serie la utilizarea unor elemente a regimului de țintire a inflației, sau la o opțiune flexibilă a regimului dat, deoarece băncile centrale pe termen lung au multiple obiective, care nu întotdeauna sunt în concordanță cu menținerea inflației într-un anumit interval de timp. În plus, nivelul inflației de peste 7-8% inhibă în mod semnificativ trecerea la un nou regim de politică monetară. Cu toate acestea, Banca Națională a Moldovei (BNM) practic din anul 2010 a trecut la regimul monetar bazat pe țintirea directă a inflației. Strategia de politică monetară a Băncii Naționale a Moldovei pentru anii 2010-2012 prevede că, pentru a atinge și menține stabilitatea prețurilor, BNM stabilește ținta de inflație - măsurată prin indicele prețurilor de consum publicat lunar de Biroul Național de Statistică, la 5,0% în 2010, cu abatere posibilă de $\pm 1,0$ puncte procentuale [15].

În conformitate cu abordarea generală a elementelor de bază ale regimului țintirii directe a inflației sunt:

1. determinarea băncii centrale a stabilității prețurilor ca obiectiv principal al politicii monetare și stabilirea unor indicatori cantitativi clari ale inflației;
2. un nivel ridicat de independență operațională a băncii centrale;
3. responsabilitatea băncii centrale pentru realizarea țintei stabilite a inflației;
4. implementarea politicii monetare pe baza evaluării presiunilor inflaționiste și așteptărilor inflaționiste.

Astfel, regimul de politică monetară bazat pe țintirea directă a inflației, este privit în primul rând ca o funcție sau un scop al băncii centrale, ca parte componentă a politicii sale monetare. Prin urmare, lista instrumentelor utilizate în atingerea obiectivelor regimului dat, se limitează la instrumentele de politică monetară, ce creează bariere în utilizarea lui eficientă în atingerea altor scopuri ale băncii centrale [7, p. 32-40].

În ultimii ani, în cadrul regimului de țintire directă a inflației, luând în considerație încetinirea ritmului de creștere în economiile țărilor dezvoltate, băncile centrale pentru a stimula economiile țărilor au implementat o politică monetară mai relaxată, și ca rezultat a fost înregistrată o reducere treptată a ratei de bază. Acest lucru a contribuit la creșterea cererii de bani, ceea ce a dus la o creștere nejustificată a volumului creditării. La rândul lor, instituțiile financiare și de credit au redus cerințele la mărimea și calitatea garanțiilor, au relaxat condițiile de creditare și au lărgit gama de debitori potențiali. Se presupunea că acest lucru va spori volumul de împrumuturi și va stimula creșterea economică.

De menționat că, din cauza lipsei de eficacitate a regimului de țintire directă a inflației pentru a răspunde

National Bank) have not passed on to a practical realization of this monetary regime completely yet; they use some of its individual elements only. According to the research done by IMF, within the framework of this regime in developed countries the inflation is maintained at the target level of 1-3%, and in developing countries - at the level of 3-6% [11, p. 46-49].

The inflation targeting, being one of effective ways for price stability maintenance and for inflationary expectations fixation, is of great importance for the countries with emerging markets. Since 2000's these countries has been consistently passing to use individual elements of the inflation targeting regime, or to its more flexible alternative, because there are multiple objectives standing before the central banks which cannot be achieved in long-term outlook in case if the inflation is maintained within a certain range. Besides that, the presence of the rate of inflation over 7-8% significantly inhibits the transition to this new monetary regime. Nevertheless, since 2010 the National bank of Moldova (NBM) has practically gone to the monetary mode based on the inflation targeting. The Strategy of monetary policy of the National Bank of Moldova for 2010-2012 states that to achieve and maintain the price stability the NBM will establish the inflation target measured by the consumer price index published by the National Bureau of Statistics, at the level of 5.0% for the year 2010 with the possible deviation of ± 1.0 percentage points [15].

According to the standard approach the basic elements of the inflation targeting are:

- 1) The determination of the price stability done by the central bank as the primary goal of the monetary policy and the establishment of accurate quantitative indicators of inflation;
- 2) The high level of operational independence of the central bank;
- 3) The central bank accountability for the achievement of the established target indicators of inflation;
- 4) To carry out the monetary policy based on the assessment of the inflationary pressure and inflationary expectations.

Thus, the monetary regime, based on inflation targeting, is considered mainly as a function or a task of the central bank, as well as a component part of its monetary policy. Hence, the list of the instruments used to achieve the objectives of this regime is limited to the instruments of the monetary policy; this fact creates natural barriers in possibilities of the effective use of this regime in order to achieve other objectives established for the central bank [7, p.32-40].

In recent years within the limits of the inflation targeting regime and taking into consideration the overall slowdown in economic growth in developed countries, the central banks conducted a soft monetary and credit policy in order to stimulate the economy, which resulted in a gradual reduction of the basic interest rate. This has contributed to increased demand for money that has led to an unjustified growth in lending. In turn, the financial and credit institutions have reduced their requirements towards

în mod adecvat la manifestările crizei financiare, pentru a lua în considerație fluctuațiile excesive ale cursului de schimb și a prețurilor la activele financiare, ca urmare a factorilor nemonetari care ajută la reducerea consecințelor negative și la asigurarea stabilității financiare. Băncile centrale din mai multe țări au început să-și revizuiască atitudinea față de regimul dat. Astfel, criza a pus sub semnul întrebării eficiența regimului de țintire directă a inflației ca factor de durabilitate a politicii monetare. Acest lucru se datorează faptului că, în ciuda creșterii economice puternice și inflației joase în perioada de pre-criză, multe din țările dezvoltate nu au reușit să ofere o bază solidă pentru stabilitatea financiară și să reducă tensiunile pe piețele financiare. Practica a pus la îndoială încă o dată ipoteza privind posibilitatea realizării simultane a creșterii economice și stabilității sistemului financiar și economic.

De aceea, în ultimii ani multe țări trec la un regim flexibil de țintire a inflației, pe baza cărui băncile centrale concentrează efortul principal pentru atingerea țintei inflației în termen mediu de 2-3 ani. Acest lucru permite combinarea realizării obiectivului principal cu realizarea altor obiective, în special în perioada post-criză, când o atenție deosebită se acordă problemelor asigurării stabilității macroeconomice și financiare.

În cazul dat, principalul instrument al politicii monetare în cadrul regimului de țintire a inflației rămâne a fi rata de bază, care astăzi ar trebui să fie văzută nu doar ca un instrument al politicii monetare, ci ca unul dintre cel mai principal indicator macroeconomic. Cu toate acestea, potrivit multor experți, utilizarea instrumentelor de scurtă durată nu poate oferi o reglementare durabilă și pe termen lung, precum și atingerea obiectivelor pe termen lung. Dacă pe termen scurt instrumentele de politică monetară pot fi folosite cu succes pentru a gestiona situația actuală de pe piețele financiare și așteptările inflaționiste, pentru a preveni dezechilibre din sistemul financiar este nevoie de instrumente care sunt caracterizate nu numai prin utilizare stabilă, dar și cu durată mai lungă de acțiune, la care ar trebui să fie inclus și sistemul de reglementare a statului.

Lecțiile crizei sugerează că practica a livrat o provocare mai complicată, legată nu numai de asigurarea stabilității prețurilor de către băncile centrale, ci și de asigurarea stabilității generale a sistemului financiar, în cadrul realizării a politicii generale financiare a statului. În primul rând, aceasta înseamnă că accentul politicii monetare ar trebui să fie modificat de la privire unilaterală a valorii banilor în ceea ce privește putere de cumpărare a acestora la o evaluare integrată, luând în considerație valoarea banilor ca capital. Astfel, politica monetară modernă a băncilor centrale, în cadrul implementării regimului flexibil de țintire a inflației, în opinia noastră, ar trebui să se bazeze pe o combinație a politicii ratelor efective cu abordarea avansată a țintirii agregatelor monetare, cu o atenție sporită pe optimizarea structurii lor.

În al doilea rând, implementarea noului regim

the size and quality of collateral, have eased their credit conditions, and have expanded the circle of potential borrowers. It was supposed that such measures will increase the volume of lending and stimulate the economic growth.

It should also be noted that due to lack of effectiveness of the inflation targeting regime to adequately respond to the manifestations of the financial crisis, to take into account the sharp fluctuations of the exchange rate and the value of financial assets due to non-monetary factors, as well as to reduce the negative impacts and promote financial stability, the central banks of several countries began to revise their attitude towards the inflation targeting regime. Thus, the crisis has called into question the effectiveness of inflation targeting as the sustainability framework for a monetary policy. This is due to the fact that, despite the strong economic growth and low inflation in the pre-crisis period, many developed countries have failed to provide a sound basis for financial stability and to reduce the tension on the financial markets. Once again the practice has questioned the thesis of the possibility to achieve both high economic growth and stability of the financial and economic systems simultaneously.

Therefore, in recent years in many countries there is a transition to a flexible targeting regime, in which the main effort of the central banks was concentrated on achieving the inflation target in the medium term of 2-3 years. This allows the central banks to combine their primary objective with the other tasks, particularly in the post-crisis period a special attention is paid to ensure macroeconomic and financial stability.

That is why the main tool of the monetary policy under the inflation targeting regime is still the interest rate which today should be considered not as the tool of the monetary policy only, but as one of the key macroeconomic indicators. However, according to many experts, the use of short-term instruments cannot provide long-term and sustainable management and moreover the achievement of any long-term goals. If short-term instruments of the monetary policy can be successfully used to manage the current opportunities of financial markets and inflationary expectations, then in order to prevent imbalances in the financial system there is a need of instruments that can ensure not only their stable use, but also their long-lasting action, which should also include the system of the state regulation.

Lessons from the crisis suggest that the practice has delivered more than a challenge for the central banks to not only ensure the price stability, but also to achieve the overall stability of the financial system as part of the overall state financial policy. Firstly, it means that the monetary policy emphasis should be shifted from one-sided consideration of the value of money in terms of its purchasing power to an integrated assessment based on the value of money as capital. That is why the modern monetary policy of the central banks as part of a flexible inflation targeting regime, in our opinion, should be based on a combination of the effective interest rate policy with the advanced approach towards targeting of monetary

monetar trebuie să ia în considerare necesitatea de coordonare a politicilor monetare și fiscale în cadrul unei politici financiare unice a statului. Acest lucru se datorează faptului că în piețele emergente interacțiunea dintre factori interni și externi ai proceselor economice este complexă și deseori are un caracter nedeterminat, ceea ce creează dificultăți în analiza macroprudențială. În plus, pentru sistemele moderne financiare rămâne a fi caracteristic poziția dominantă stimulentele din piață în comparație cu constrângerile de reglementare [12, p.7-15]. De aceea, în opinia noastră, analiza riscurilor sistemice în cadrul analizei macroprudențiale trebuie să fie integrată cu obiectivele, atât a stabilității prețurilor, cât și a stabilității financiare.

Astfel, în bazele noului regim de politică monetară ar trebui să fie incluse nu doar obiectivele stabilității prețurilor și stabilității financiare, dar, de asemenea, și posibilitatea influenței asupra stabilității macroeconomice prin implementarea politicii monetare în cadrul unei politici financiare unice a statului. Sarcina dată este destul de dificilă, deoarece numărul de instrumente utilizate de banca centrală este limitat. În cazul în care pentru implementarea politicii monetare, băncile centrale pot folosi un set de instrumente specifice și "regulile monetare" (M. Friedman, J. Taylor, L. Ball, A. Orphanides, băncile centrale din Canada, Norvegia, etc), pentru asigurarea stabilității financiare, astfel de norme sunt absente [8, p. 784]. Apare nevoia de a folosi aceleași instrumente pentru soluția a două, uneori a mai multor obiective, ceea ce încalcă așa-numita regulă a lui J. Tinbergen, potrivit căreia numărul de obiective nu trebuie să depășească stocul de instrumente disponibile. Prin urmare, pentru a atinge obiective multiple, există necesitatea a unui număr mai mare de instrumente [13].

Având în vedere tendințele actuale în dezvoltarea politicii monetare, una din tehnicile utilizate de către băncile centrale pentru a răspunde acestor provocări, ar trebui să fie analiza macroprudențială. Esența ei constă în monitorizarea permanentă și analiza relațiilor complexe în cadrul sistemului financiar, interacțiunea acesteia cu sectorul real, sectorul public, precum și cu tendințele de pe piețele globale financiare și de mărfuri cu scopul identificării și prevenirii riscurilor sistemice. În cadrul realizării analizei macroprudențiale stabilitatea financiară este asigurată prin identificarea și reducerea riscurilor sistemice, identificarea și prevenirea dezechilibrelor de pe piața creditară, prin limitarea riscurilor de lichiditate și riscurilor de piață.

Totodată, criza a demonstrat neajunsurile metodelor utilizate de către băncile centrale în dirijarea lichidității a sistemului bancar. Multe bănci centrale au fost nevoite să extindă lista valorilor mobiliare (în special au inclus obligațiunile corporative), pentru a fi utilizate în calitate de gaj pentru creditele de refinanțare. În plus, până în ultimul timp existau opinii că împrumuturile de refinanțare ar trebui să fie acordate pe termen scurt. Cu toate acestea, datorită faptului că, în timpul crizei multe bănci comerciale nu au reușit să ramburseze împrumuturile la timp, și de asemenea datorita faptului

agregates, with a focus on optimizing their structure.

Secondly, the implementation of the new monetary regime must take into account the need for coordination of monetary and fiscal policy under a single state financial policy. This is due to the fact that in emerging markets the interaction between external factors and internal economic processes carries out a complex and often ambiguous nature, making it difficult to perform any macro-prudential analysis. In addition, there is a domination of market-based incentives over the regulatory constraints, which is specific for modern financial systems [12, p.7-15]. Therefore, in our view, within the framework of the macro-prudential analysis the analysis of systemic risks must be integrated with the objectives of both price and financial stability.

Thus, the foundation of the new monetary policy regime should be based on goals of price and financial stability as well as on the possibility to influence the macroeconomic stability through the implementation of monetary and credit policy within the framework of a uniform financial policy implementation carried out by the state. This is quite a difficult task, because the number of instruments used by the central bank is limited. If the central banks can use a set of specific instruments and "monetary rules" in order to promote their monetary and credit policy (M. Friedman, J. Taylor, L. Ball, A. Orphanides, the central banks of Canada, Norway, etc.), then in order to ensure the financial stability such rules are absent [8, p.784]. There is a need to use the same instruments to solve two or more tasks sometimes. However, this approach violates a so-called J. Tinbergen's rule, which stipulates that the number of targets must never exceed the reserve of available instruments. Consequently, in order to achieve multiple objectives there is a need in a greater number of instruments [13].

Given the current trends in development of the monetary policy, one of the techniques used by central banks to address these challenges should be a **macro-prudential analysis**. Its essence consists in the ongoing monitoring and complex analysis of relationships inside of the financial system, the interaction of the financial system with the real sector, the budgetary sector, as well of trends in global financial and commodity markets development in order to identify and prevent any systemic risks. As part of the macro-prudential analysis implementation, the financial stability is achieved by identification and reduction of systemic risks, by identification and prevention of imbalances in credit market, as well as by limitation of liquidity and market risks.

The crisis also demonstrated the imperfection of methods used by the central banks to manage the liquidity of the banking system. Many central banks have had to expand the list of securities (in particular - to include corporate bonds), which are used as collateral for refinancing loans. Besides this, up to now it was thought that refinancing loans should preferably be short-term ones. However, due to the fact that during the crisis, many commercial banks did not manage to reimburse their loans to the central banks, as well as due to the fact that, in some cases, politicians required to offer lending of individual

că, în unele cazuri politicienii înaintau cerințe ca să fie asigurată creditarea unor sectoare ale economiei naționale, practica a impus băncile centrale să asigure refinanțarea băncilor pe termeni mai îndelungate, cu utilizarea împrumuturilor de stabilizare. Din comunicatele a BCE se înțelege că acesta din urmă cel mai probabil va continua să implementeze programe pentru asigurarea stabilității sistemului bancar, pe baza operațiunilor de refinanțare pe termen lung, de până la 6 sau chiar 12 luni.

De menționat faptul că unul dintre cele mai principale instrumente ale managementului lichidității este mecanismul rezervelor obligatorii, care, în literatura de specialitate, în ultimii ani, a fost supus unor critici nejustificate [5, p. 352]. Disponibilitatea rezervelor minime obligatorii și utilizarea mecanismelor flexibile este o formă-cheie a agregatelor monetare și promovează prevenirea unor șocuri de lichiditate.

Criza a demonstrat că practica reglementării bancare utilizată până în prezent, bazată pe abordarea microprudențială și necesitatea reducerii riscurilor individuale (chiar și cu aplicarea standardelor Basel II), nu a reușit să prevină apariția riscurilor sistemice. Acest fapt sugerează că teoria "dispersării riscurilor", care a prevalat în anii 1990-2000, nu a fost confirmată în practică. Utilizarea instrumentelor de hedging a riscurilor individuale, nu permite acoperire totală a riscurilor sistemului financiar, și, uneori, ajută la concentrare a acestora, stimulând apariția dezechilibrelor la nivel mondial. După cum s-a menționat de către A. Simanovsky, sub conceptul de supraveghere microprudențială, atenția autorităților de supraveghere a fost îndreptată spre prevenirea riscurilor individuale ale unor instituții financiare. Cu toate acestea, contrar așteptărilor teoretice, încercările de reducere a riscurilor individuale au condus la acumularea acestora, ceea ce a stimulat apariția riscurilor sistemice [12, p. 7-15].

Concluzie. În opinia noastră, rezolvarea problemelor asigurării stabilității prețurilor și stabilității financiare, care, cum au menționat și unii cercetători, intră uneori în conflict între ele, totuși aflându-se pe planuri diferite, cel puțin în țările cu economii emergente. **Principalele direcții** de elaborare și implementare a noului mecanism monetar destinat să asigure soluții efective a problemelor stabilității prețurilor și sectorului financiar, ar trebui să fie:

- Elaborarea și implementarea unei politici economice clare pe termen lung, axată pe dezvoltarea inovatoare a economiei naționale;

- Conștiința necesității elaborării și implementării politicii financiare unice a statului, parte componentă a cărei ar trebui să fie și politica monetară a băncii centrale. Deși, fără reducerea rolului și nivelului de independență a băncii centrale în procesul elaborării și implementării a politicii monetare, funcțiile elaborării a politicii financiare unice a statului ar trebui să fie atribuite unor autorități de guvernare, cum ar fi Ministerul Economiei sau Ministerul Finanțelor;

- Elaborarea principiilor și mecanismelor de

sectors of the national economy, the practice has forced the central banks to offer refinancing for longer periods using the so-called stabilization loans. And, according to the ECB declarations, even the ECB will probably continue to implement programs aimed to ensure the stability of the banking system on the basis of long-term refinancing operations with the maturity of up to 6 or even 12 months.

It should be mentioned that one of the main instruments of liquidity management remains the mechanism of required reserves, which in recent years in our literature has been criticized groundlessly [5, p.352.]. The availability of required reserves and the presence of flexible mechanisms of their use is a key factor for monetary aggregates formation, which contributes to the prevention of liquidity shocks.

The crisis has shown that the practice of banking regulation used within the last period of time and based on micro-prudential approach and on consideration of the need to reduce individual risks (even with the application of the Basel II standards) was unable to prevent the occurrence of systemic risks. This suggests that the "spread of risks" theory that prevailed in the 1990-2000's was not confirmed in practice. The use of hedging instruments for individual risks does not allow hedging the aggregated risk of the financial system; sometimes it even supports the aggregated risk concentration stimulating therefore the appearance of global imbalances. As it was mentioned by Mr. A. Simanovsky, in correspondence with the concept of micro-prudential regulation the attention of supervisory bodies was directed at the individual risks prevention of certain financial institutions. However, contrary to theoretical expectations, the attempt to reduce individual risks has led to their accumulation, which stimulated the appearance of systemic risks [12, p.7-15].

Conclusion. In our view, the solution of tasks for ensuring the price and financial stability, which, as noted by some scientists, sometimes enters in conflict with each other, lies on a different plane, at least for countries with emerging markets. **The main directions** for development and implementation of the new monetary mechanism, which should provide an effective solution for problems with price and financial stability, should be the following:

- The development and implementation of a clear long-term economic policy focused on the innovative development of the national economy;

- The recognition of the need to develop and implement a unified state financial policy, part of which should be the monetary policy of the central bank. At the same time, not reducing the role and level of the central bank's independence in the whole process of its monetary policy formulation and implementation, the functions for a common financial policy development should be assigned to a specific government body, such as the Ministry of Economy or the Ministry of Finance;

- The development of the coordination principles and mechanisms of the monetary, fiscal and debt policies should be established with a clear alignment of individual

coordonare a politicii monetare, bugetar-fiscale și politicii datorilor statului cu un acord clar a responsabilității individuale a autorităților publice, termenii și condițiile implementării măsurilor;

- Avansarea instrumentelor de politici monetare, elaborarea și implementarea a noului regim monetar care să țină cont de direcțiile principale de dezvoltare a politicii monetare a băncii centrale și a politicii financiare a statului;

- Îmbunătățirea cadrului instituțional pentru dezvoltarea instrumentelor reglementării sectorului financiar în baza coordonării și consolidării independenței politice, operaționale și financiare a autorităților de reglementare și autorităților responsabile pentru formarea politicii financiare a statului.

responsibilities for each public authority, as well as with precise terms and conditions of the measures that are going to be carried out;

- The expansion of the range for the monetary and credit policy instruments, the development and implementation of the new monetary regime that takes account of the main development directions of both the monetary and credit policy of the central bank and the fiscal policy of the state;

- The improvement of the institutional framework and the financial sector regulation instruments based on coordination of activities and strengthening the political, operational and financial independence of regulators and authorities responsible for the government financial policy formation.

Referințe bibliografice / References

1. АГАНБЕГЯН, А.Г. О новой роли банков в финансировании послекризисного социально экономического развития России. В: Деньги и кредит. 2011, № 1, сс. 27-36.
2. АЛЕКСАШЕНКО, С., МИРОНОВ, В., МИРОШНИЧЕНКО, Д. Российский кризис и антикризисный пакет: цели, масштабы, эффективность. В: Вопросы экономики. 2011, № 2, сс. 23-49.
3. ГРИЦЕНКО, А.А. Финансово-экономический кризис как исходный пункт обновления финансово-экономической архитектуры. В: Инициативы XXI века. 2009, № 2, сс. 30-34.
4. SUBBARAO, D. Redefining Central Banking. In: Finance & Development. 2010, vol. 47, no. 2, june, pp. 26-27. [accesat 14 dec. 2012]. Disponibil: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/06/pdf/subbarao.pdf>
5. МАРТЫНЕНКО, В.В. *Неизвестная политика Банка России*. Москва: ИСПИ РАН, 2004. 352 с. ISBN 5-7556-0291-3.
6. МИЩЕНКО, С.В. Новые тенденции в монетарной политике и регулировании финансовых систем. В: Финансы и кредит. 2010, № 40 (424), сс. 23-29.
7. МИЩЕНКО, С.В. Сущность и функции современных денег. В: Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2010, № 6, сс. 32-40.
8. МОИСЕЕВ, С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учебное пособие. Москва: Московская финансово-промышленная академия, 2011. 784 с. ISBN 978-5-902597-08-7.
9. PRASAD, E. After the Fall. In: Finance & Development. 2010, vol. 47, no. 2, june, pp. 22-25.
10. POOLE, W. Principles for Reform. In: Finance & Development. 2010, vol. 47, no. 2, june, pp. 28-29.
11. ROGER, S. Inflation Targeting Turns 20. In: Finance & Development. 2010, vol. 47, no. 1, march, pp. 46-49 [accesat 14 dec. 2012]. Disponibil: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/roger.pdf>
12. СИМАНОВСКИЙ, А.Ю. Кризис и реформа регулирования: отдельные аспекты. В: Деньги и кредит. 2010, № 12, сс. 7-15.
13. EIJFFINGER, S., MUJAGIC, E. The Return of Monetarism [accesat 14 dec. 2012]. Disponibil: <http://www.germaniaplus.de>
14. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (HR 4173). Washington, 2010 [accesat 14 dec. 2012]. Disponibil: http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf
15. Monetary and Foreign Exchange Policy of the National Bank of Moldova for 2010-2012 [accesat 14 dec. 2012]. Disponibil: http://www.bnm.md/files/index_14733.pdf

Recomandat spre publicare: 19.02.2013