Banca Naţională a Moldovei

Bd. Grigore Vieru nr.1, MD-2005 Chişinău
Tel.: (373 22) 409 006, Fax: (373 22) 220 591

Nr. 07-01203/21/2969 "29" august 2014

Mila MALAIRĂU
Director Executiv al
AP "Camera de Comerţ Americană din Moldova"
str. Puşkin, 458
mun. Chişinău, MD 2005

Copie: Dlui Igor CORMAN
Preşedinte al Parlamentului Republicii Moldova

Copie: Dlui Veaceslav IONIŢĂ
Preşedinte al Comisiei Economie Buget şi Finanţe
Parlamentul Republicii Moldova

Copie: Dlui Iurie LEANCĂ
Prim-ministru al Republicii Moldova

Copie: Dlui Andrian CANDU
Viceprim-ministru,
Ministru al Economiei al Republicii Moldova

Stimată Doamnă Director executiv,

Banca Naţională a Moldovei apreciază interesul prezentat de AP "Camera de Comerţ Americană din Moldova" şi exprimat în scrisoarea nr. 52 din 8 august 2014 şi Vă comunică următoarele:

1) **Obiectivul fundamental**

Banca Naţională a Moldovei activează în baza Legii nr.548—X111 din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Naţională a Moldovei, conform căreia BNM este banca centrală a Republicii Moldova, şi este persoană juridică publică autonomă care stabileşte şi promovează politica monetară şi valutară în stat.

Obiectivul fundamental al Băncii Naţionale conform articolului 4 al Legii menţionate este asigurarea şi menţinerea stabilităţii preţurilor.

Fără a prejudicia realizarea obiectivului său fundamental, Banca Naţională promovează şi menţine un sistem financiar bazat pe principiile pieţei şi sprijină politica economică generală a statului.

Asigurarea stabilităţii preţurilor şi menţinerea ratei inflaţiei la un nivel redus constituie cel mai important obiectiv al Băncii Naţionale a Moldovei, deoarece aceasta contribuie la crearea unui cadru economic relativ stabil care să permită dezvoltarea economică şi asigurarea unui nivel susţinut al creşterii economice pe termen mediu.

Pentru a realiza atingerea obiectivului său fundamental, BNM promovează politica sa monetară conform direcţiilor strategice de activitate stabilite în strategia politicii monetare.

Pe parcursul anilor 2010 - 2012 BNM a activat în concordanţă cu prevederile Strategiei politicii monetare pentru 2010-2012, aprobată de către Consiliul de administraţie al Băncii Naţionale a Moldovei la 29 decembrie 2009 şi modificată la 30 decembrie 2010. Iar începând cu anul 2013 Banca Naţională activează conform Strategiei de politică monetară pe termen mediu, aprobată la 27 decembrie 2012.

Începând cu anul 2013, pentru asigurarea şi menţinerea stabilităţii preţurilor BNM implementează regimul ţintirii directe a inflaţiei calculată în baza indicelui preţurilor de consum, publicat lunar de Biroul Naţional de Statistică şi stabilită la nivel de 5.0 la sută anual cu o posibilă deviere de ± 1.5 puncte procentuale.

Rezultatele BNM în acest sens sunt sesizabile. Începând cu luna februarie 2012 rata anuală a inflaţiei s-a aflat în permanenţă în intervalul de variaţie asociat. Iar conform informaţiei recente a Biroului Naţional de Statistică al RM ritmul anual al inflaţiei în luna iulie 2014 a constituit 5.3 la sută.

De asemenea, ultima prognoză realizată de BNM indică o traiectorie situată, cu precădere, în partea de jos a intervalului de variaţie. Iar în baza datelor disponibile se conturează riscul de ieşire temporară a inflaţiei anuale sub nivelul inferior al intervalului de variaţie de ± 1.5 puncte procentuale de la ţinta de 5.0 la sută în trimestrele I şi II, 2015.

2) Regimul cursului de schimb

În concordanţă cu ţinta inflaţiei ca ancoră nominală a politicii monetare, Banca Naţională a Moldovei implementează regimul de flotare gestionată a cursului de schimb fără a avea o ţintă prestabilită a cursului de schimb valutar al leului moldovenesc.

În condiţiile în care Republica Moldova este o economie mică şi deschisă, fapt ce o face vulnerabilă la şocurile externe, considerăm că acest regim permite o adaptare flexibilă a economiei naţionale la şocurile externe şi interne. În acest context, e de menţionat că unul din instrumentele auxiliare ale politicii monetare sunt şi intervenţiile pe piaţa valutară. În strategia sa de politică monetară, în scopul asigurării transparenţei şi previzibilităţii acţiunilor sale, BNM a publicat condiţiile în care pot avea loc intervenţiile pe piaţa valutară. Acestea sunt utilizate doar în scopul susţinerii efectelor implementării operaţiunilor de piaţă deschisă, în măsura în care sunt necesare pentru a atinge ţinta inflaţiei şi fără a influenţa tendinţele fundamentale ale cursului de schimb al leului moldovenesc. Cu toate acestea, BNM îşi rezervă dreptul de a efectua intervenţii valutare în scopul atenuării fluctuaţiilor excesive ale cursului de schimb oficial, stopării operaţiunilor speculative şi suplinirea rezervelor valutare internaţionale, fără a prejudicia atingerea ţintei inflaţiei.

E de menţionat că, regimul cursului de schimb flotant, în diferite forme, este prezent în peste 60 de ţări din întreaga lume[1]. În afară de economiile dezvoltate precum SUA, Marea Britanie, zona euro, Japonia, Canada, Norvegia, Suedia etc., regimurile respective sunt adoptate şi în ţări relevante Republicii Moldova: România, Republica Cehă, Polonia, Ungaria, Serbia, Albania, Armenia, Turcia, etc.

3) Incompatibilitatea regimului de ţintire directă a inflaţiei cu regimul de curs de schimb fixat.

Una dintre precondiţiile implementării regimului de ţintire directă a inflaţiei constituie asigurarea cursului de schimb flotant. Această necesitate reiese din imposibilitatea urmăririi obiectivelor multiple de către o bancă centrală. Deşi există perioade când în condiţiile unui curs de schimb fixat inflaţia se află la nivele dezirabile, această situaţie nu poate fi asigurată în mod constant. Incidenţa şocurilor asupra economiei vor conduce inevitabil la sacrificarea unor obiective în defavoarea altora. Iar în condiţiile în care BNM este investită prin lege de a asigura şi menţine

---

[1] International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, 2013 issue, p. 76.

stabilitatea preţurilor, considerăm că este iraţional de a abandona regimul cursului de schimb flotant.

4) Cursul efectiv

De menţionat că, datorită faptului că Republica Moldova are o anumită integrare comercială internaţională, adică ponderile partenerilor economici în comerţul extern total al Republicii Moldova sunt diferite, influenţa cursurilor de schimb faţă de diferite valute este diferită asupra economiei naţionale. Astfel, urmărirea unor cursuri de schimb arbitrare nu este dezirabilă deoarece poate conduce la analize eronate şi prin urmare la măsuri de politică similare. În acest sens, poate fi util cursul de schimb nominal efectiv (NEER) care agreghează cursurile individuale ale monedei naţionale ţinând cont de ponderea partenerilor comerciali în comerţul exterior al Republicii Moldova.

Astfel, cursul nominal efectiv al leului moldovenesc faţă valutele principalilor parteneri comerciali internaţionali în luna iulie 2014 s-a depreciat cu 4.3 la sută faţă de luna iulie 2013, iar faţă de finele anului trecut NEER s-a depreciat cu doar 0.2 la sută.

5) Comentarii cu privire la constatările AmCham Moldova în adresa BNM

În anul 2013 BNM a procurat de pe piaţa valutară locală cca. 310 mil. USD în condiţiile acumulării presiunilor dezinflaţioniste şi a unui excedent de valută străină, care a permis realizarea acestor intervenţii. Excedentul de valută străină a fost generat de o oferta netă de la persoanele fizice, care a suplinit cererea de valută de către agenţii economici în proporţii de cca. 110 la sută. Totodată, realizarea acestor intervenţii a permis consolidarea rezervelor valutare, care la finele anului 2013 au asigurat o acoperire a 4.8 luni de import.

În ce priveşte anul curent, deprecierea monedei naţionale s-a produs, în principal, pe fondul unui grad redus de acoperire a cererii de valută prin oferta acesteia. În acest context, în primele 7 luni gradul de acoperire a constituit 86.3 la sută comparativ cu 102.4 la sută în aceeaşi perioadă a anului 2013, fiind generat de scăderea ofertei nete de valută străină de la persoanele fizice (cu cca. 17.6 la sută).

În condiţiile unei insuficienţe de valută străină pe piaţa valutară internă de la începutul anului curent BNM a efectuat intervenţii nete de vânzare a 128.5 mil. USD, care a permis temperarea fluctuaţiilor excesive ale cursului de schimb, având în vedere conjunctura economică curentă. Astfel, în urma efectuării intervenţiilor date, prin intermediul sistemului bancar din piaţă au fost absorbite de către Banca Naţională a Moldovei lichidităţi de cca. 2.0 miliarde lei moldoveneşti. Pe lângă caracterul restrictiv pe care îl poartă operaţiunea dată din punct de vedere a politicii monetare, acest fenomen a fost însoţit şi de ieşirea băncilor din certificatele Băncii Naţionale a Moldovei (cu peste 1.8 miliarde lei de la începutul anului curent). Totodată, diminuarea lichidităţilor în sistemul bancar ca urmare a intervenţiilor de stabilizare a cursului de schimb a BNM pe piaţa valutară din anul curent a rezultat într-o participare mai pasivă a băncilor pe piaţa valorilor mobiliare de stat în luna iulie 2014: la unele licitaţii de vânzare a VMS volumul cererilor depuse constituind doar jumătate din volumul ofertei anunţat de către Ministerul Finanţelor a RM. Drept rezultat, începând cu luna martie 2014, ratele mediii ponderate ale dobânzilor la VMS au început să crească, fiind la moment cu cel puţin cca. 1.0 puncte procentuale superioare celor înregistrate în luna martie. În acest mod majorându-se simţitor povara deservirii datoriei interne de stat din contul bugetului. Merită de menţionat faptul că în urma intervenţiilor BNM de vânzare a valutei s-au diminuat posibilităţile băncilor de a credita economia naţională în moneda naţională, ceea ce a contribuit la majorarea ratelor dobânzilor la creditele acordate în moneda naţională de către bănci (volumul creditelor noi acordate în luna iulie 2014 s-a diminuat cu cca. 17.9 la sută faţă de luna iunie 2014, iar rata medie ponderată a dobânzii la creditele noi acordate în perioada dată s-a majorat cu 0.5 puncte procentuale; acest proces continuând şi în prima jumătate a lunii august 2014).

Totodată, deprecierea monedei naţionale nu este specifică doar RM. O evoluţie similară se atestă şi cu unele monede din regiune, precum şi ale unor parteneri comerciali principali ai RM. Astfel,

de la începutul anului faţă de dolarul SUA s-a depreciat în proporţii mai mari hrivna ucraineană - cu 64.4%, tenghe kazah – cu 18.2%, rubla rusească – cu 12.1%, forintul ungar – cu 10.4%, rubla bielorusă – cu 8.9%. Totodată, faţă de dolarul SUA au slăbit şi somul kirghiz – cu 6.8%, zlotul polonez – cu 6.0%, euro – cu 4.4%, leul românesc – cu 3.0%. Deprecierea leului moldovenesc a constituit în perioada similară 6.9 la sută.

Deprecierea monedelor menţionate, în special ale partenerilor comerciali principali, induce pe piaţa locală o oarecare aşteptare de depreciere în continuare a leului moldovenesc, deşi nu se atestă semnale de agiotaj pe piaţă.

În acelaşi timp, cursul de schimb real efectiv[2], în luna iunie 2014, a avut o depreciere nesemnificativă de 2.5 la sută comparativ cu decembrie 2013. Aprecierea cursului de schimb real efectiv reflectă tendinţa de diminuare a competitivităţii produselor moldoveneşti faţă de cele ale partenerilor comerciali principali. Având în vedere ponderea semnificativă a Ucrainei în comerţul exterior al RM deprecierea în proporţii mai mari a monedei acestui stat contribuie la erodarea competitivităţii RM şi implică presiuni dezinflaţioniste.

BNM este pregătită să intervină ferm pe piaţa valutară în cazul unor eventuale şocuri externe parvenite fie prin canalul comerţului extern fie prin cel al remiterilor, pentru a stabiliza piaţa şi a facilita ajustarea economiei Republicii Moldova la noile condiţii.

6) **Orice fluctuaţie a cursului de schimb generează concomitent pierderi şi venituri în economie.**

Spre exemplu, în cazul deprecierii sunt defavorizaţi importatorii şi favorizaţi exportatorii şi persoanele care obţin transferuri băneşti de peste hotare. Iar în cazul aprecierii, situaţia se inversează. La examinarea problemei în cauză BNM consideră în complex consecinţele fluctuaţiei cursului de schimb, ţinând cont de efectul net al acestuia asupra evoluţiei economiei şi în mod special a inflaţiei. Cu toate acestea, *cursul de schimb nu e un mijloc de generare pe termen lung a bunăstării la nivel macroeconomic.*

7) **Indicator al proceselor economice fundamentale.**

Dinamica cursului de schimb, cu precădere în contextul unui regim flotant, este un indicator care comunică ceva despre structura economiei. Evoluţiile recente ale cursului de schimb, considerăm că, sunt, în primul rând, rezultatul încetinirii creşterii economice la principalii parteneri economici şi care sunt catalizate de structura ineficientă a economiei naţionale.

Dependenţa economiei RM de remiterile cetăţenilor de peste hotare este unul din principalii factori care determină sincronizarea fluctuaţiilor economice cu cele din ţările-surse ale remiterilor. Încetinirea recentă a remiterilor (în unele luni ale anului curent ritmul anual al transferurilor băneşti în favoarea persoanelor fizice a fost chiar negativ) a determinat creşterea presiunilor de depreciere a cursului de schimb.

Alt factor, în acest context, este balanţa comercială structurală negativă. În momentul când influxul de valută necesar pentru finanţarea importului se diminuează, pe termen scurt, au loc presiuni de depreciere a cursului de schimb. Totuşi, pe termen mediu importurile se diminuează şi, prin urmare, se ajustează parţial şi balanţa comercială.

Creşterea deficitului comercial nu poate avea loc la nesfârşit, deoarece sursele de finanţare a acestuia sunt limitate şi vulnerabile. Creşterea remiterilor are un inevitabil sfârşit, acesta fiind determinat de limita populaţiei active de a pleca peste hotare, iar în cazul ruperii relaţiei cu ţara de origine, remiterile vor descreşte. Totodată, investiţiile străine directe în cazul RM sunt o sursă nesemnificativă pentru finanţarea deficitului comercial. Deci, cursul valutar flotant produce

---

[2] care reprezintă valoarea monedei naţionale faţă de coşul de valute a partenerilor comerciali principali ajustat cu diferenţialul de preţuri între RM şi ţările-parteneri comerciali principali

diminuarea dezechilibrelor comerciale, fiind un stabilizator automat. Prin urmare, deprecierea monedei naţionale conduce la îmbunătăţirea balanţei comerciale.

8) **Politica monetară (inclusiv valutară) nu are scopul şi nici capacitatea de a soluţiona deficienţele structurale din economie.**

Chiar neglijând consensul teorii economice, este evident faptul că politica monetară nu-şi poate propune atingerea unor obiective în condiţiile în care nu dispune de instrumente necesare în acest sens. Politica monetară are efecte doar pe termen mediu, iar pe termen lung acestea sunt neutre asupra sectorului real. Unicul lucru pe care aceasta îl poate realiza pe termen lung este nivelul şi volatilitatea inflaţiei. Astfel, aceasta e o politică de stabilizare economică. Ea nu poate determina creşterea ritmului activităţii economice, şi respectiv a bunăstării populaţiei. Adică, nu poate îmbunătăţi eficienţa pieţelor, nu poate creşte nivelul capitalului uman, nu poate eficientiza justiţia, nu poate diversifica pieţele externe ale exportatorilor, nu poate diversifica sursele de import al energiei etc. însă, toate aceste aspecte sunt deterministice pentru o creştere economică de durată.

9) **Volatilitatea cursului de schimb are o contribuţie marginală la climatul investiţional.**

Conform mai multor studii, obstacolele ameliorării climatul investiţional şi de afaceri sunt altele decât volatilitatea cursului de schimb. Potrivit unui studiu realizat de către Banca Mondială în 2013, problemele prioritare erau prezente în domeniile administrării vamale şi fiscale, licenţierii, autorizării, concurenţei, accesului la finanţe, judiciar[3]. Conform sondajului întreprinderilor realizat de către IFC în anul 2013 în RM, mai mult de jumătate dintre întreprinderile intervievate au raportat că obstacole principale sunt fie corupţia, instabilitatea politică, sau forţă de muncă inadecvată[4]. Iar întreprinderile medii şi mari, care sunt reprezentative pentru potenţialii investitorii, au raportat instabilitatea politică drept obstacol principal în mediul de afaceri.

10) **Riscul unei deprecieri bruşte şi masive.**

Încercarea de a schimba tendinţele cursului de schimb (inclusiv fixarea cursului de schimb), făcând abstracţie de sacrificarea ţintei inflaţioniste, poate fi realizată doar pe termen scurt şi doar în măsura dispunerii de rezerve valutare. Iar în situaţia dată, costurile sociale sunt mult mai mari. Un caz elocvent în acest sens poate servi deprecierea hrivnei ucraineşti de la începutul anului curent, urmând unei perioade de aproximativ 2 ani de deflaţie şi a unei stabilităţi nominale relative ale cursului de schimb a UAH faţă de USD.

Aşadar, referindu-ne la problemele evocate în scrisoarea dumneavoastră putem comenta următoarele:

1. Inflaţia IPC s-a încadrat în intervalul de variaţie de ±1.5 puncte procentuale de la ţinta de 5.0 la sută anual începând cu februarie 2012. De asemenea, prognoza BNM indică faptul că, în următorii 2 ani, inflaţia se va afla permanent sub ţintă, iar în unele trimestre aceasta va coborî sub limita inferioară a intervalului de variaţie al ţintei. Totodată, în repetate runde de prognoză, balanţa riscurilor continuă să fie una dezinflaţionistă. În aceste condiţii, deşi afirmaţia potrivit căreia "în circumstanţele actuale, volatilitatea cursului duce inevitabil la majorarea preţurilor a produselor finite" este parţial adevărată (volatilitatea fiind subînţeleasă în scrisoarea dumneavoastră doar numai ca depreciere în acest context), totuşi considerăm că nu există motive solide de îngrijorare pentru creşterea inflaţiei peste limita superioară a intervalului ţintei. Aceste aprecieri de conjunctura BNM le elaborează în baza unui proces sistematic de fundamentare decizională alimentat fiind de o expertiză internă extinsă. Totuşi, BNM este deschisă să examineze oricare aprecieri alternative în special celor de natură cantitativă, care vor conduce fundamentarea decizională spre nivele şi mai avansate.

---

[3] Republic of Moldova Policy Priorities for Private Sector Development, volume 1. World Bank, June 2013
[4] Enterprise Survey, Moldova Country Profile. International Finance Corporation, 2013.

2. În orice economie de piaţă, pierderea continuă a puterii de cumpărare a monedei naţionale este inevitabilă. Adică, are loc o creştere permanentă a nivelului general al preţurilor. Acest fenomen îl denumim inflaţie. Totuşi, faptele vorbesc că BNM a reuşit să controleze acest fenomen în limitele pe care şi le-a propus: de 5.0 la sută ± 1.5 puncte procentuale.

3. Modificarea preţurilor la resursele energetice şi la alte materii prime şi produse pe care Republica Moldova le importă depinde nu numai de cursul de schimb al monedei naţionale, dar şi de fluctuaţiile preţurilor internaţionale ale bunurilor respective, factori care Banca Naţională a Moldovei le urmăreşte şi le consideră în cadrul rundelor de prognoză a inflaţiei pe care le efectuează.

Astfel, întru realizarea mandatului său legal de asigurare şi menţinere a stabilităţii preţurilor pe termen mediu, BNM monitorizează şi va continua să monitorizeze şi să anticipeze evoluţiile mediului macroeconomic intern şi a celui internaţional, inclusiv a dinamicii consumului populaţiei, remiterilor, indicatorilor pieţei valutare şi a modificării condiţiilor de comerţ extern, astfel încât, prin flexibilitatea cadrului operaţional specific strategiei de ţintire a inflaţiei să asigure menţinerea inflaţiei la nivelul de 5.0 la sută anual cu o posibilă deviere de ± 1.5 puncte procentuale conform Strategiei de politică monetară pe termen mediu, aprobată la 27 decembrie 2012.

Banca Națională a Moldovei reafirmă deschiderea sa spre cooperare şi discuţii asupra subiectelor menţionate în scrisoare, precum şi asupra altor teme de interes comun.

Cu respect,

Dorin DRĂGUŢANU

Guvernator

Ex. Dorin Slobozian
Tel. (022) 409-234