

DOCUMENT DE ANALIZĂ ȘI PROGNOZĂ ECONOMICĂ NR. 2/2012

DATA: 01/03/2012

De ce BNM relaxează politica monetară și care ar putea fi rezultatele? Prognoze privind inflația pentru 2012

ADRIAN LUPUȘOR, ADRIAN BABIN, ANA POPA

Sumar: Scopul acestei analize este de a simula cu ajutorul unui Model Vectorial Autoregresiv Structural impactul deciziilor de politică monetară a Băncii Naționale a Moldovei, principalii factori care afectează eficiența acestora, precum și elaborarea prognozei privind creșterea prețurilor. Astfel, concludem că principala provocare pentru autoritatea monetară în procesul de țintire a inflației este influența puternică a factorilor inflaționiști non-monetari. Aceștia țin de costurile de producție, prețurile la resursele energetice și inflația din mediul extern, factori care nu pot fi influențați prin intermediul politicii monetare. În funcție de evoluția prețurilor din regiune, condițiile climaterice, dar și de un set de factori interni (cursul de schimb, activitatea economică, costurile de producție și politica monetară) prognozăm pentru finele anului 2012 un nivel al inflației de circa 4,5% f-a-p. Acesta, însă, poate varia cu ± 1 p.p. în funcție de situația economică externă și, respectiv, internă, prețurile la produsele alimentare, condițiile climaterice, precum și de prețurile globale la resursele energetice.

Acest document apare cu suportul financiar acordat de Fondul Centrelor Analitice al Institutului pentru o Societate Deschisă din Budapesta, Ungaria (Think-Tank Fund, Open Society Institute)

Notă: afirmațiile, opiniile și concluziile din acest document aparțin autorilor și nu sunt în mod necesar împărtășite de organizația finanțatoare

Cuprins

Introducere	4
De ce BNM relaxează politica monetară?	4
Care ar putea fi efectul deciziilor de politică monetară?	5
Ce afectează eficiența deciziilor de politică monetară?.....	7
Proгноze pentru anul 2012 privind inflația	11
Anexa: Modelul Vectorial Autoregresiv Structural (SVAR)	13

INTRODUCERE

Acest document se bazează pe un Model Vectorial Autoregresiv Structural (SVAR), elaborat de autori pentru sectorul monetar din Republica Moldova. Modelul este utilizat pentru analiza reacțiilor de răspuns ale inflației la diferite șocuri din partea politicii monetare, a costurilor de producție, cursului de schimb sau activității economice. Detaliile tehnice ale modelului elaborat sunt prezentate în Anexa 1.

În prima secțiune sunt discutate principalele cauze care explică relaxarea atât de dinamică a politicii monetare din ultimele câteva luni, dar prezintă și contextul economic general actual din Moldova și din regiune.

În a doua secțiune este prezentată analiza propriu-zisă a propagării diverselor șocuri asupra nivelului inflației. Rezultatele obținute explică cauzele procesului lent de transmisie a politicii monetare în Moldova și identifică factorii-cheie care reduc eficiența acțiunilor băncii centrale în procesul de țintire al inflației.

Analiza este finalizată cu prezentarea prognozei pe termen scurt elaborată pe baza modelului SVAR, precum și a factorilor care ar putea cauza anumite devieri de la prognoză.

DE CE BNM RELAXEAZĂ POLITICA MONETARĂ?

La data de 23 februarie 2012, pentru a patra lună consecutiv, BNM a decis diminuarea ratei de bază aplicată la principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt. În rezultat, aceasta a ajuns la minimum istoric de 4,5%, scopul fiind de a stimula creditarea și atenua presiunile dezinflaționiste din economie. Pentru a înțelege esența acestor acțiuni trebuie să specificăm principalele 2 motivații care, după cum înțelegem noi, au stat la baza relaxării atât de pronunțate a politicii monetare a BNM:

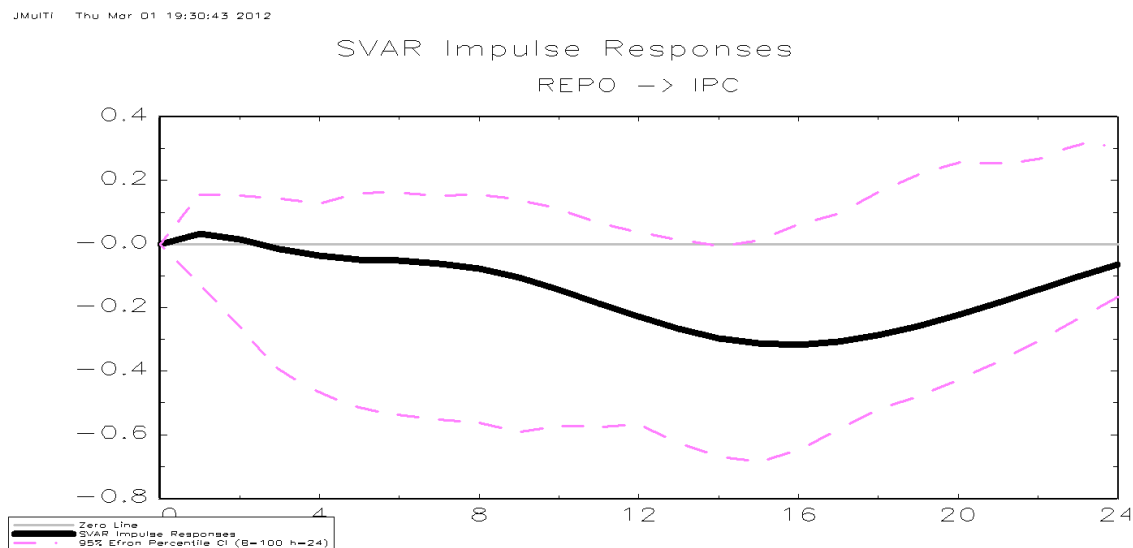
1. *Diminuarea așteptărilor inflaționiste.* Este binecunoscut faptul că efectele deciziilor de politică monetară nu pot fi vizibile imediat, ci doar după o anumită perioadă de timp. Având în vedere această întârziere a transmisiei politicii monetare, BNM, ca și orice altă bancă centrală, este ghidată nu de inflația *curentă*, ci mai curând de *așteptările* inflaționiste. Astfel, datorită procesului dezinflaționist prognozat pentru 2012, banca centrală își ajustează politica monetară în funcție de aceste așteptări. Acestea sunt determinate de: (i) consumarea efectelor ajustărilor tarifare la serviciile cu prețuri reglementate din anul precedent; (ii) „maturizarea” creșterii economice și, respectiv, a consumului; și (iii) baza de comparație mai înaltă din acest an. Astfel, în esență, acești factori nu implică o relaxare *per se* a politicii monetare, ci doar o ajustare la modificarea așteptărilor inflaționiste. Totuși, având în vedere că BNM prognozează o rată a inflației de 4,9% pentru 2012, rata de bază actuală de 4,5% este una negativă în termeni reali, fapt ce relevă caracterul acomodativ pronunțat al politicii monetare actuale. Acesta, la rândul său, este în mare parte determinat de:

2. *Riscurile generate de nesoluționarea crizei datoriilor suverane din zona euro, care tind să accentueze procesul deflaționist deja menționat. Aceasta motivează intervenția mai activă a băncii centrale în vederea susținerii creditării și, respectiv, a consumului și activității economice. Mai mult decât atât, având în vedere viteza de ajustare a politicii monetare, cel mai probabil BNM examinează la modul cel mai serios scenariul recesionist pentru Moldova pentru anul curent. Un scenariu atât de pesimist ar putea să aibă la bază și primele simptome ale încetinerii creșterii economice devenite vizibile în ultimul trimestru 2011 și care continuă în prezent.*

CARE AR PUTEA FI EFECTUL DECIZIILOR DE POLITICĂ MONETARĂ?

În mod tradițional, principala provocare a băncilor centrale este procesul lent de transmisie a deciziilor de politică monetară. În cazul unor țări cu multiple deficiențe structurale și sistemice, precum este și Moldova, problema respectivă este una și mai acută. Astfel, recente acțiuni de relaxare a politicii monetare nu vor avea un efect imediat, ci după o anumită perioadă de timp. Care este aceasta perioadă? Conform rezultatelor modelului utilizat, observăm că majorarea/diminuarea ratei REPO cu 1 p.p. rezultă într-o creștere/diminuare cu maxim 0,3 p.p. abia după 16 luni (Figura 1). În același timp, observăm că durata șocului este de aproximativ 2 ani, după care IPC revine la echilibru.

Figura 1: Simularea impactului majorării ratei REPO cu 1 p.p. asupra creșterii inflației anuale

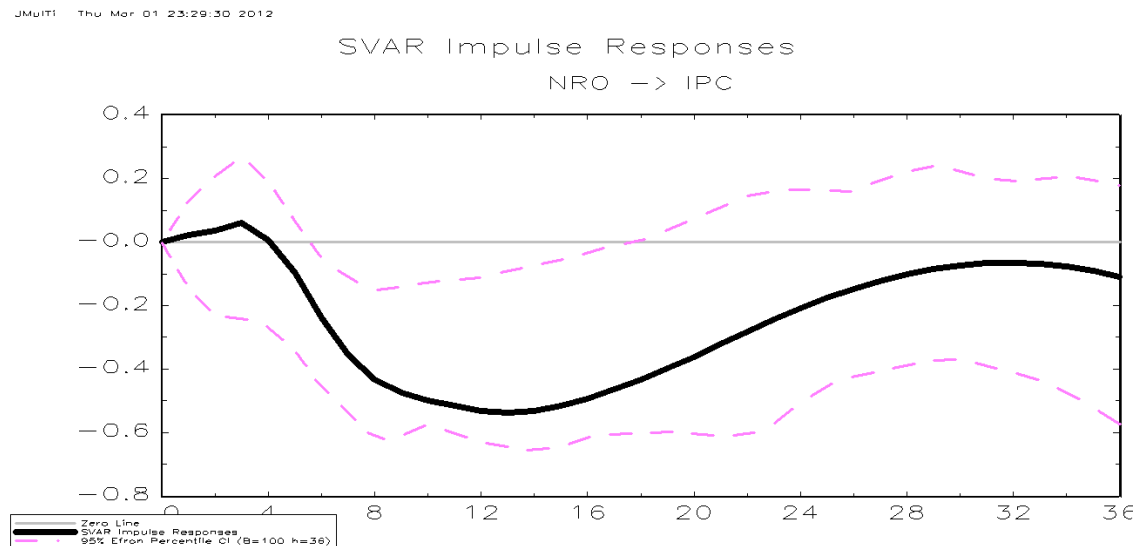


Sursa: Calculele EG;

Totuși, BNM dispune de un alt instrument de politică monetară, considerat mai radical datorită impactului mai puternic și mai rapid asupra băncilor comerciale și economiei în ansamblu – norma rezervelor obligatorii. Din figura 2 observăm că majorarea normei cu 1 p.p. generează un efect dezinflaționist aproape de 2 ori mai puternic în comparație cu rata

de bază, diminuarea maximă a IPC fiind de 0,54 p.p. după 13 luni. Totodată, impactul este mult mai persistent, șocul nefiind consumat definitiv nici după 36 de luni.

Figura 2: Simularea impactului majorării normei rezervelor obligatorii (NRO) cu 1 p.p. asupra creșterii inflației anuale



Sursa: Calculele EG;

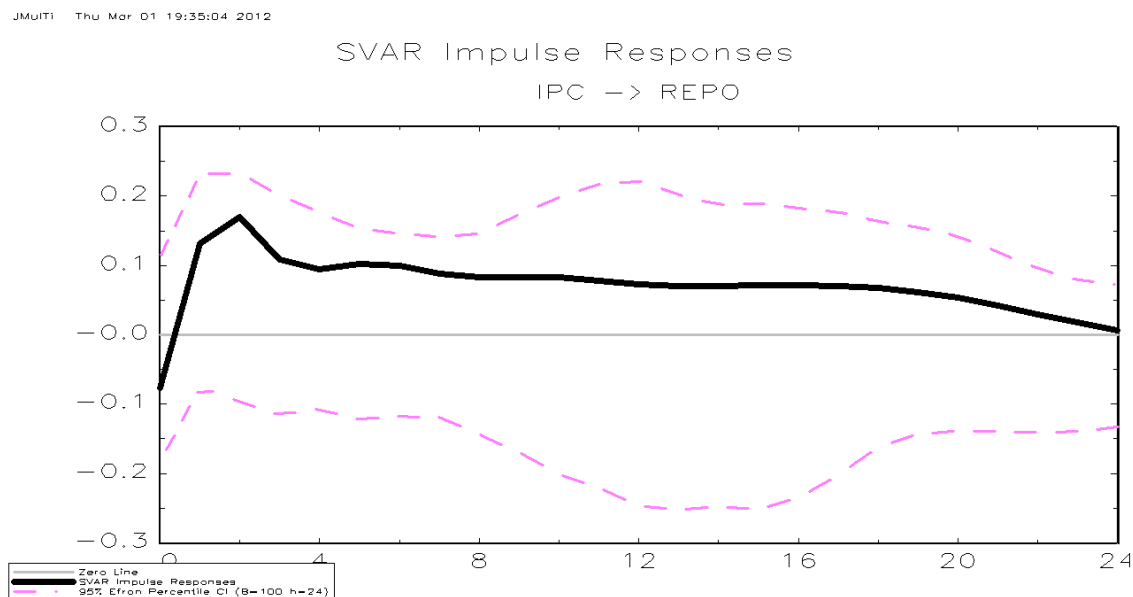
Totuși, atenționăm că pe lângă avantajele sale, acest instrument de politică monetară are și o serie de dezavantaje care, probabil, motivează BNM să nu-l utilizeze atât de des precum rata de refinanțare. Acestea se referă, în special, la efectele adverse asupra activității de creditare a băncilor comerciale. Totodată, șocul generat în urma majorării normei rezervelor obligatorii creează un stres mai puternic pentru întregul sistem bancar: ponderea creditelor neperformante în total credite crește până la nivelul maxim de 0,9 p.p., în timp ce în rezultatul majorării ratei REPO – cu 0,6 p.p.¹. Prin urmare, BNM, ca și majoritatea băncilor centrale, preferă să mențină intact acest instrument de politică monetară și să apeleze la acesta doar în cazuri de maximă necesitate.

Deși procesul de transmisie a politiei monetare prin intermediul ratei de bază este destul de lent, remarcăm că BNM reacționează, de regulă, destul de prompt la variațiile inflaționiste, ajustând practic imediat politica sa monetară. Astfel, conform figurii 3, o eventuală creștere a inflației generează în timp mult mai scurt reacția băncii centrale de a majora rata de bază. Deși intensitatea răspunsurilor BNM la șocurile inflaționiste este relativ modestă (efectul maxim în urma creșterii IPC cu 1 p.p. este de numai 0,15 p.p.) acestea sunt destul de persistente în timp. Aceasta înseamnă că banca centrală promovează, de obicei, o politică monetară inertială, prin ajustarea graduală a ratei de bază și transferarea noutăților macroeconomice de-a lungul mai multor perioade de timp. Scopul unui astfel de comportament ține de nivelul înalt de incertitudine privind mediul economic sau a

¹ A. Lupusor, A. Babin, „Analiza diagnostică a sistemului bancar moldovenesc în contextul semnării ALSAC cu UE”, Expert-Grup, 2011, <http://expert-grup.org/index.php?go=biblioteca&n=224>.

modelelor utilizate de către BNM, precum și evitarea unor șocuri adverse asupra activității economice.

Figura 3: Simularea impactului majorării IPC cu 1 p.p. asupra ratei de bază a BNM

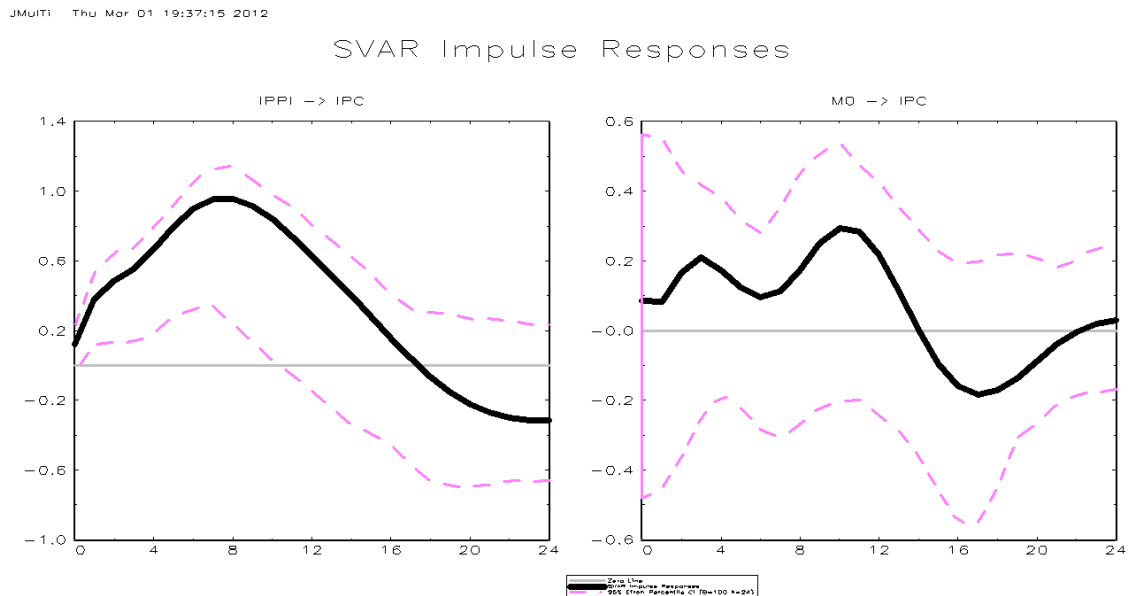


Sursa: Calculele EG;

CE AFECTEAZĂ EFICIENȚA DECIZIILOR DE POLITICĂ MONETARĂ?

Dacă BNM nu întârzie să reacționeze la variațiile inflației, care totuși sunt factorii care subminează eficiența politicii sale și, în particular, a recentelor măsuri de relaxare a politicii monetare? În mod tradițional, una din principalele provocări pentru orice bancă centrală ține de creșterea prețurilor determinată preponderent de factori din afara influenței politicii monetare (ex: creșterea costurilor de producție), și mai puțin de factori monetari (ex: creșterea creditării/cererii). Mediul inflaționist din Moldova este, în mare parte, determinat de presiunile din partea costurilor de producție. Spre exemplu, conform modelului nostru (figura 4) o creștere/diminuare cu 1 p.p. a indicelui prețurilor producției industriale (IPPI) generează o creștere/diminuare maximă a indicelui prețurilor de consum (IPC) cu 0,95 p.p. după 7-8 luni. În același timp, impactul unui șoc similar în volumul banilor în circulație (agregatul monetar M0), care măsoară presiunile inflaționiste monetare, este mult mai modest: IPC crește/diminuează cu doar 0,3 p.p., impactul maxim fiind după 10 luni.

Figura 4: Simularea impactului majorării IPPI (stânga) și a banilor în circulație (dreapta) cu 1 p.p. asupra IPC, creștere anuală



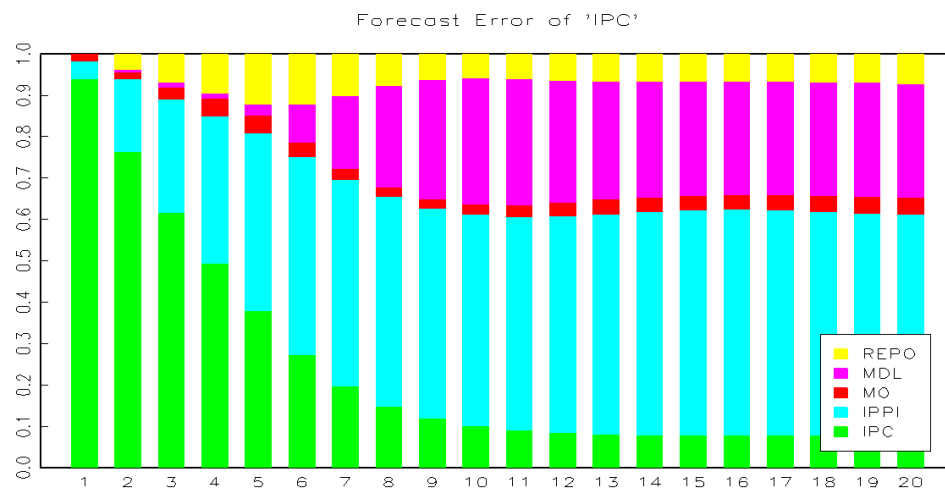
Sursa: Calculele EG;

Acest specific al mediului inflaționist din Moldova, determinat preponderent de factorii non-monetari, este confirmat și de Figura 5 care reprezintă o analiză structurală a factorilor ce afectează creșterea prețurilor. Astfel, observăm că în primele 4 luni, inflația actuală este influențată cel mai mult de *așteptările inflaționiste* exprimate prin valorile precedente ale IPC. Însă, începând cu a cincea lună, principalul factor care explică creșterea/diminuarea prețurilor, sunt costurile de producție exprimate de IPPI și care explică circa 54%-55% din totalul variațiilor inflației. La rândul lor, costurile de producție pot fi influențate de prețurile la resursele energetice, prețurile la materia primă din regiune sau alte fluctuații interne și externe din sectorul industrial – factori ce nu pot fi controlați de către autoritatea monetară.

Drept rezultat, observăm și o pondere destul de modestă a influenței ratei de bază a BNM în structura factorilor care afectează nivelul prețurilor, atingând o valoare maximă de 12% după jumătate de an, orizont după care influența diminuează treptat. Și mai mică este ponderea factorilor monetari (agregatul monetar M0) - circa 3%-4% în structura șocurilor inflaționiste. Practic singurul factor care poate fi influențat de către BNM și care, după 9-10 luni explică tocmai 1/3 din fluctuațiile prețurilor, este cursul valutar. Însă dacă ținem cont de experiența altor țări, precum și de strategia de țintire a inflației implementată actualmente de către BNM, cursul valutar nu poate fi un instrument eficient de politică monetară. Prin urmare, banca centrală intervine pe piața valutară doar cu scopul de a atenua fluctuațiile excesive ale cursului, în rest acesta este determinat de mecanismele pieței.

Figura 5: Structura factorilor principali care afectează nivelul prețurilor din Moldova (decompoziția prognozată a variației erorii pentru șocurile asupra IPC, modelul cu REPO)

Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)

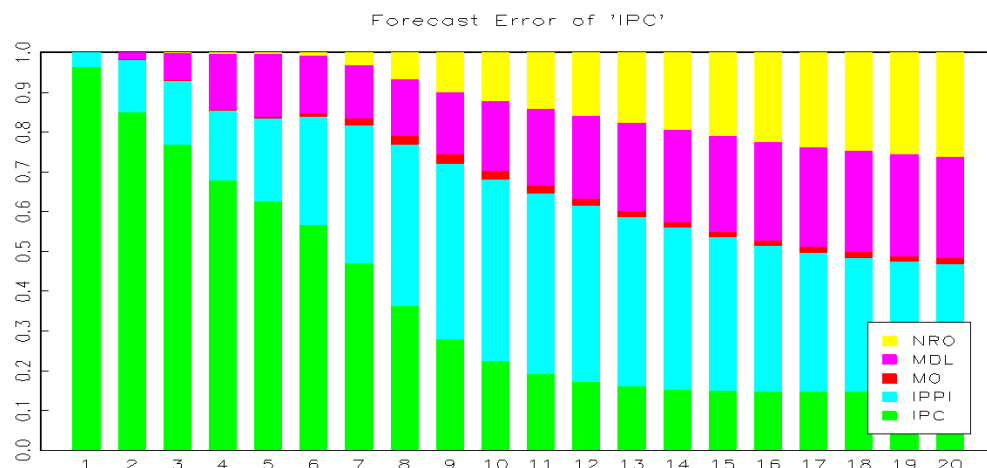


Sursa: Calculele EG;

Totodată, impactul măsurilor de politică monetară este mai sesizabil dacă BNM utilizează norma rezervelor obligatorii, care are un impact mai rapid și mult mai puternic asupra nivelului inflației (figura 6). În acest caz, impactul politicii monetare crește constant, astfel încât după 19 luni aceasta determină circa 24% din variațiile inflației – un nivel net superior față de rata REPO. Totuși, acesta nu este un motiv pentru a utiliza acest instrument de politică monetară prea des, datorită efectelor adverse asupra sistemului bancar, menționate mai sus.

Figura 6 Structura factorilor principali care afectează nivelul prețurilor din Moldova (decompoziția prognozată a variației erorii pentru șocurile asupra IPC, modelul cu Norma Rezervelor Obligatorii)

Forecast Error Variance Decomposition (FEVD)



Sursa: Calculele EG;

Totuși, la moment, tendința de diminuare a discrepanței dintre IPC și inflația de bază, determinată și de auto-consumarea efectelor ajustărilor tarifare operate anul trecut la serviciile comunale, sugerează o influență mai mică a presiunilor din partea costurilor. Astfel, accentuarea procesului dezinflaționist are la bază încetinirea activității economice și răcirea cererii asociate cu repercusiunile crizei datoriei suverane din zona euro. În acest context, care sunt factorii adiționali care pot afecta eficiența recentelor măsuri de relaxare a politicii monetare?

- *Influența semnificativă a șocurilor economice externe și deficiențele structurale ale economiei moldovenești.* Acestea au fost discutate în detalii într-un recent document de analiză și prognoză economică elaborat de autori². Astfel, modelul de creștere bazat pe consum finanțat în proporție foarte mare din remitențe, în comun cu piețele de desfacere slab diversificate și volatile, determină o expunere masivă a economiei naționale la eventualele șocuri externe. Prin urmare, politicile de stabilizare macroeconomică nu pot fi limitate la menținerea unui caracter acomodativ al politicii monetare, ci trebuie să fie extinse cu un set mai larg de acțiuni (ex: liberalizarea constrângerilor administrative din activitatea antreprenorială, armonizarea standardelor de calitate cu cele europene, ameliorarea cadrului concurențial etc.). Totuși, menționăm că elaborarea unui plan de acțiuni detaliat în acest sens nu constituie scopul acestui document de analiză și prognoză economică.
- *BNM este mai curând un debitor decât un creditor net al sistemului bancar.* În mod tradițional, perioada de transmisie a deciziilor de politică monetară în asemenea circumstanțe este considerată mai lentă. Cauza constă în surplusul de lichidități din sistemul bancar care, fiind acumulate în perioadele precedente, contribuie la o „memorizare” mai bună a politicii monetare din trecut. Prin urmare, efectele noilor măsuri întreprinse de BNM încep a fi vizibile cu o întârziere mult mai mare, față de situația în care banca centrală ar fi un creditor net al sistemului bancar, iar băncile ar fi apelat mai intens la resursele BNM. Spre exemplu, în timp ce diminuarea „clasică” a ratei de bază are drept scop diminuarea dobânzilor cu care băncile se pot împrumuta de la banca centrală, în cazul Moldovei, unde anume BNM se împrumută de la bănci, și nu invers, efectul principal asupra creditării și inflației se propagă în mod diferit. Astfel, relaxarea politicii monetare scade din atractivitatea titlurilor de stat și a certificatelor BNM prin intermediul cărora autoritatea monetară se împrumută de la bănci. În așa mod, băncile sunt încurajate să redirecționeze resursele spre creditarea firmelor și populației cu scopul susținerii consumului și investițiilor și atenuării tendințelor deflaționiste. Însă această redirecționare poate fi mai problematică în contextul macroeconomic actual mai puțin favorabil.

² A. Lupusor, A. Babin, A. Popa, „Cât de vulnerabilă este economia moldovenească la șocurile economice externe? Prognoze pentru 2012”, Expert-Grup, 2012, <http://expert-grup.org/?go=biblioteca&n=265>

- *Procesul de transmisie a politicii monetare în perioade de relaxare este mult mai lung în comparație cu cel din perioada de înăsprire.* Acesta este o concluzie universală la care au convenit marii economiști M. Friedman și A. Schwartz încă în 1963 și constituie, în prezent, un consens în rândurile cercetătorilor de politică monetară. Cauza ar putea consta în faptul că politica monetară este de obicei contra-ciclică. Astfel, măsurile de relaxare a politicii monetare sunt, de regulă, întreprinse în perioadele de încetinire economică și de riscuri recesioniste și deflaționiste; în același timp, înăsprirea politicii monetare se aplică în perioade de creștere economică robustă și de creștere a prețurilor în urma creșterii cererii agregate. Prin urmare, eficiența recentelor măsuri de relaxare a politicii monetare întreprinse de BNM mai este afectată de cadrul macroeconomic actual incert și de confidența economică negativă atât la nivel național, cât și regional.

PROGNOZE PENTRU ANUL 2012 PRIVIND INFLAȚIA

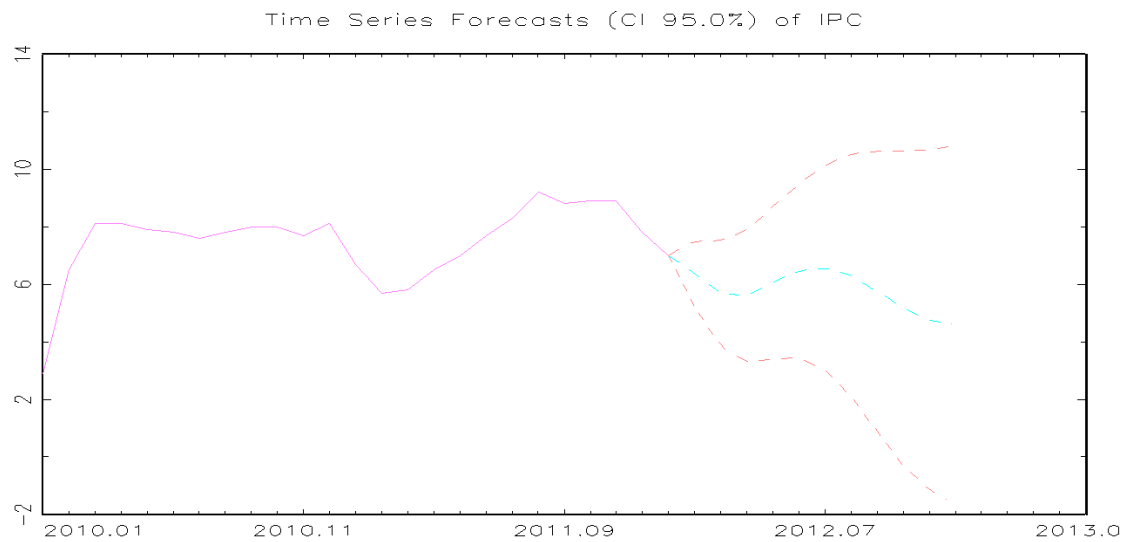
Din start trebuie să remarcăm faptul că orice prognoză într-o perioadă cu o incertitudine atât de sporită implică și o marjă de eroare mai mare. O altă provocare ține de volatilitatea sporită a prețurilor regionale la produsele alimentare, precum și a mediului inflaționist general extern, care influențează semnificativ și cel intern. Având în vedere caracterul foarte deschis al economiei moldovenești, problemele respective devin și mai acute, influențând, în final, acuratețea oricăror prognoze.

Cu scopul de a minimiza eroare prognozei, modelul utilizat ia în calcul atât factorii ce țin de mediul intern (volumul banilor în circulație, indicele prețurilor producției industriale, rata de bază a BNM, cursul valutar și rata inflației din perioadele precedente), cât și factori care influențează variația prețurilor externe (prețurile mondiale la produsele alimentare și inflația din zona euro). Ultima categorie de factori sunt definiți în afara modelului, în baza prognozelor utilizate de organismele internaționale (Banca Centrală Europeană și Organizația pentru Alimentație și Agricultură a ONU). Totodată, am inclus și o variabilă care definește condițiile climaterice, având în vedere faptul că acestea influențează oferta de produse agricole, fapt ce se transpune și asupra nivelului prețurilor.

În baza datelor sus-menționate, ***prognozăm o creștere anuală a indicelui prețurilor de consum până la finele anului 2012 de circa 4,5%*** (figura 7). Aceasta însă poate varia în limita intervalului de 1 p.p.. Astfel, aceasta poate ajunge la 3,5% în cazul unei diminuări mai puternice decât cea așteptată a prețurilor mondiale la produsele alimentare sau intensificării tendințelor recesioniste și deflaționiste din regiune. Pe de altă parte, nivelul inflației ar putea ajunge și la 5,5% în cazul în care creșterea prețurilor din regiune va depăși nivelul așteptat. Aceasta ar putea avea loc în rezultatul: (i) ameliorării dinamice a situației economice externe; (ii) diminuării ofertei de culturi agricole din cauza condițiilor climaterice nefavorabile; (iii) creșterii puternice a prețurilor la produsele petroliere în rezultatul sistării

exporturilor de petrol din Iran (al 4-lea cel mai mare exportator din petrol din lume) și blocării tranzitului de produse petroliere prin strâmtoare Ormuz.

Figura 7: Prognoza IPC anual pentru anul 2012 în baza modelului SVAR



Sursa: Calculele EG;

ANEXA: MODELUL VECTORIAL AUTOREGRESIV STRUCTURAL (SVAR)

Modelele VAR în forma lor clasică reprezintă sisteme de mai multe ecuații în care fiecare variabilă endogenă este regresată cu celelalte variabile exogene din perioada curentă și precedentă și alte variabile exogene, în funcție de caracterul restricțiilor aplicate. Pentru a obține o specificare mai bună, am utilizat modelul vectorial autoregresiv structural (SVAR) care, spre deosebire de modelul ordinar VAR cu restricțiile de tipul Cholesky, este unul non-recursiv, cu restricții specifice aplicate perioadelor curente și precedente. Decizia privind aplicarea acestor restricții derivă din teoria economică și specificul economiei moldovenești.

Modelul include 8 variabile, cu frecvență lunară, perioada: 2004:01 – 2012:01.

IPC – Indicele prețurilor de consum, creștere f-a-p, %

IPPI – Indicele prețurilor producției industriale, creștere f-a-p, %

M0 – Volumul banilor în circulație, f-a-p, serie ajustată sezonier, creștere %

MDL – Cursul de schimb MDL/USD, creștere f-a-p, %

REPO – Rata de bază a BNM aplicată la principalele operațiuni de politică monetară, % (ca variabilă alternativă în altă specificare a fost testată și *NRO* – Norma Rezervelor Obligatorii, %);

FOOD_w – Prețurile mondiale la produsele alimentare, creștere f-a-p, %, (variabilă exogenă)

IPC_EU17 – Indicele armonizat al prețurilor de consum din zona euro, creștere f-a-p, %, (variabilă exogenă, calculată de Eurostat).

mm – volumul mediu de precipitații atmosferice, serie sezonizată, logaritmi naturali (utilizată ca variabilă care aproximează condițiile climaterice).

În baza criteriilor Akaike a fost selectat modelul SVAR cu 3 perioade. Specificarea restricțiilor și a modelului este prezentată în tabelele 1 și 2:

Tabelul 1. Structura modelului cu regresiile din perioadele curente

	IPC	IPPI	M0	MDL	REPO
IPC	*	*	*	0	0
IPPI	0	*	0	0	0
M0	*	0	*	0	0
MDL	0	0	*	*	0
REPO	*	0	*	0	*

Tabelul 2. Structura modelului cu regresiile din perioadele precedente

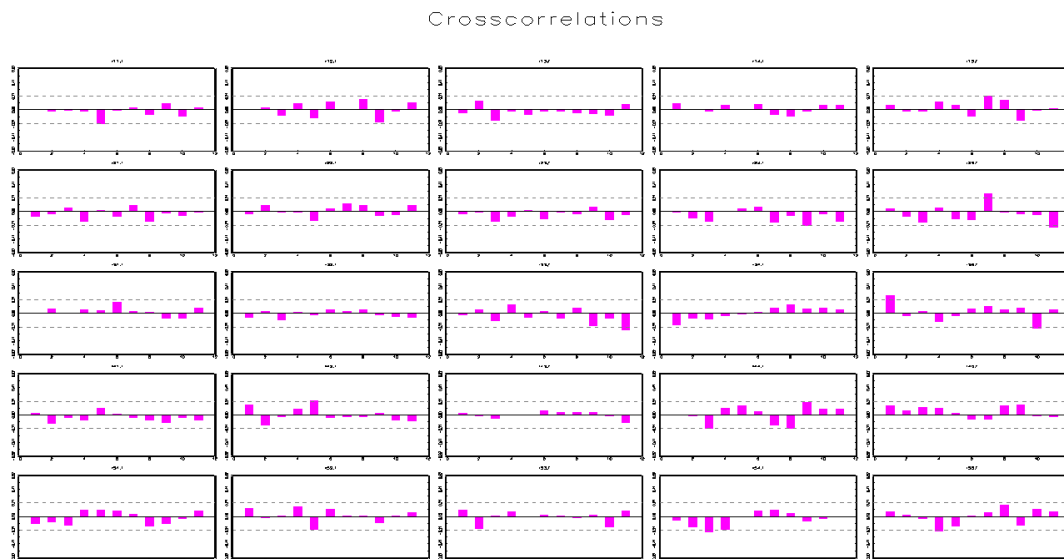
	IPC	IPPI	M0	MDL	REPO	FOOD_w	IPC_EU17	MM
IPC	*	*	*	*	*	*	*	*
IPPI	0	*	*	*	0	0	*	0
M0	*	*	*	0	0	0	0	0
MDL	0	0	*	*	*	0	0	0
REPO	*	0	0	0	*	0	0	0

Astfel, principalele ipoteze incluse în model sunt următoarele:

- Nivelul inflației este determinat de perioadele curente ale costurilor de producție și factorilor monetari, precum și de perioadele precedente ale IPC, costurilor de producție, banii în circulație, cursul valutar, politica monetară, prețurile mondiale la produse alimentare și inflația din zona euro (datorită caracterului deschis ale economiei moldovenești).
- Costurile de producție sunt determinate doar de perioadele precedente ale IPPI, banii în circulație, cursul valutar și inflația din zona euro care afectează costul materiei prime.
- Volumul banilor în circulație este determinat de perioadele curente ale IPC și perioadele precedente ale IPC, IPPI, M0 și M0.
- Cursul valutar este determinat de perioadele curente ale M0 și de cele precedente ale M0, MDL și REPO.
- Funcția de reacție a băncii centrale este compusă din presiunile inflaționiste monetare (M0) și valoarea actuală a IPC.
- Condițiile climaterice influențează oferta de produse agricole și, respectiv, nivelul prețurilor.

Veridicitatea specificării actuale este confirmată de lipsa unor dependențe importante între termenii erorii derivați în urma rulării modelului (Figura 8):

Figura 8: Corelarea între termenii erorii



Totodată, stabilitatea modelului este confirmată de testul CUSUM (figura 9):

Figura 9: Testul de stabilitate CUSUM, interval de confidență de 95%

