

A venit oare timpul ca banca centrală să reducă ținta inflației?

Adrian Lupușor

Director executiv, Expert-Grup

15 ianuarie, 2023

Comentariul descrie succint principalele argumente în favoarea diminuării țintei inflaționiste a Băncii Naționale a Moldovei, în vederea alinierii acesteia la noile realități macroeconomice. Aceasta va permite eficientizarea politicii monetare în asigurarea și menținerea stabilității prețurilor, o convergență mai bună la normele UE în contextul procesului de integrare europeană a Republicii Moldovei, precum și la diminuarea poverii asupra bugetului de stat asociată cu deservirea datoriei de stat rezultată în urma „furtului miliardului”.

Începând cu 2013, Banca Națională a Moldovei implementează regimul de țintire directă a inflației. Astfel, conform Strategiei politicii monetare a BNM aprobată la 27 decembrie 2012¹, „Pentru asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, Banca Națională a Moldovei va menține inflația (măsurată prin indicele prețurilor de consum) la nivelul de 5.0 la sută anual cu o posibilă deviere de ± 1.5 puncte procentuale, fiind considerat nivelul optim pentru creșterea și dezvoltarea economică a Republicii Moldova pe termen mediu). Acest regim derivă din obiectivul fundamental al băncii centrale, cel de asigurare și menținere a stabilității prețurilor, stabilit în Legea cu privire la BNM², și este similar cu cel din marea majoritate a statelor europene, inclusiv România sau chiar Banca Centrală Europeană. Logica este că autoritatea monetară are un obiectiv clar, măsurabil, poate fi influențat prin instrumente monetare și contribuie direct la bunăstarea populației.

Figura 1. Dinamica IPC lunar, creștere față de aceeași perioadă a anului precedent, %

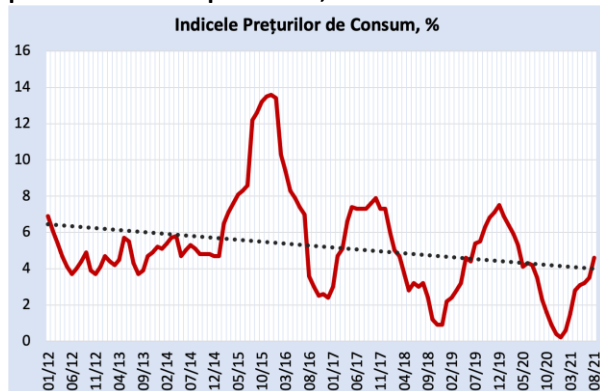
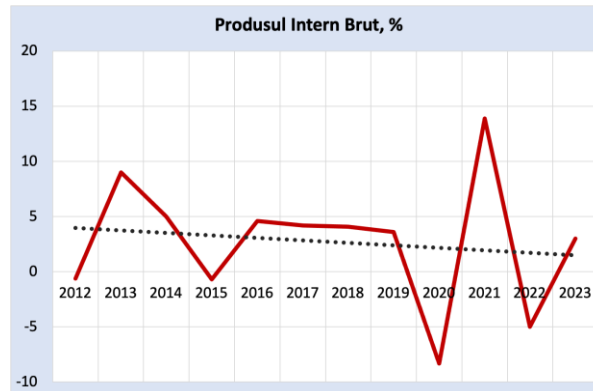


Figura 2. Dinamica PIB-ului anual, %



Totuși, ținta de 5% (± 1.5 puncte procentuale), stabilită la finele anului 2012, nu pare să reflecte realitățile de astăzi și, mai ales, prognozele pe termen mediu. O simplă analiză a dinamicii inflației din ultimii ani (figura 1) indică asupra unei decelerări a ritmului mediu al inflației (evident, trebuie să excludem cele două șocuri inflaționiste majore: cel care a urmat după „furtul miliardului” din 2015-2016, precum și cel general de criza energetică din 2021-2022, care nu au avut surse monetare, fiind practic în afara

¹ Hotărârea Consiliului de administrație al Băncii Naționale a Moldovei nr. 303 din 27 decembrie 2012

² Art. 4, Legea cu privire la Banca Națională a Moldovei nr. 548-XIII din 21.07.1995

controlului BNM). Într-adevăr, dacă excludem șocurile inflaționiste non-monetare cauzate de criza bancară din 2015-2016 sau cea energetică din 2021-2022, inflația a depășit ținta BNM de 5% în doar circa 1/3 din luni, în perioada 2013-2023. Această dinamică negativă corelează și cu erodarea graduală a potențialului de creștere economică din ultimii ani (figura 2). Astfel, pe fundalul emigrării populației cu vârsta aptă de muncă și a îmbătrânirii demografice, cuplată cu atractivitatea investițională scăzută care s-a acutizat odată cu războiul din Ucraina, dar și reducerea remiterilor, dinamica economică, la fel ca inflația, a cunoscut o decelerare graduală. Această erodare a potențialului de creștere economică, dar și maturizare a creșterii mai multor sectoare economice, sugerează și temperarea presiunilor inflaționiste din partea cererii, care va marca perspectivele macroeconomice din anii următori. Atât inflația, cât și creșterea PIB-ului, sunt prognozate să crească cu ritmuri mult mai mici față de anii precedenți: IPC prognozat de BNM urmează să rămână sub ținta curentă de 5%, iar rata de creștere reală a PIB-ului va oscila în jurul valorilor de 3-4% (evident, în lipsa șocurilor exogene).

O țintă inflaționistă neajustată realităților macroeconomice poate submina obiectivul fundamental al BNM – cel de asigurare și menținere a stabilității prețurilor. Astfel, dacă banca centrală va continua să țintească o inflație de 5% în timp ce, pe termen mediu, inflația tinde să fie mai mică (aici nu ne referim la șocurile inflaționiste, ci la trendul pe termen mediu), politica monetară, în loc să minimizeze presiunile inflaționiste, ar putea să alimenteze inflația. Spre exemplu, în situația în care inflația coboară la 4%, iar prognoza nu prevede o creștere a acesteia, banca centrală poate adopta o politică monetară stimulatorie pentru a ridica inflația la ținta curentă de 5%, deși, în realitate, politica trebuie să fie una mai conservativă, pentru a preveni un eventual proces inflaționist. Prin urmare, această neconcordanță dintre ținta inflaționistă adoptată oficial și tendința de facto a inflației poate transmite semnale greșite băncii centrale și, în consecință, poate submina capacitatea acesteia de a preveni și atenua tendințele inflaționiste. Acest fapt a fost confirmat empiric și descris de noi în comentariul analitic din 2022 [„Trei elemente pentru soluția problemei inflației”](#), unde am demonstrat că deseori măsurile de restricționare a politicii monetare pentru a stăvili creșterea prețurilor sunt adoptate de către BNM cu o anumită întârziere. Deci, o țintă neajustată afectează în cel mai direct mod capacitatea băncii centrale să intervină la timp în stabilizarea primelor simptome inflaționiste.

Se recomandă reducerea țintei inflației BNM de la nivelul actual de 5% (± 1.5 puncte procentuale), în mod etapizat, până la 4% (± 1 punct procentual) în 2025 și 3,8% (± 1 punct procentual) în 2026 și 3,5% (± 1 punct procentual) în 2027. Această abordare va permite tranzitarea graduală la noua țintă, fără a bulversa piața financiară și economia în general și va confirma angajamentul ferm al băncii centrale în realizarea obiectivului său fundamental, cel de asigurare și menținere a stabilității prețurilor. O abordare similară a urmat și Banca Națională a României, când a redus gradual ținta inflației de la 7,5% (± 1 punct procentual) în 2005 la 5% (± 1 punct procentual) în 2006, apoi la 4% (± 1 punct procentual) în 2007, la 3,8% (± 1 punct procentual) în 2008, la 3,5% (± 1 punct procentual) în 2009, la 3% (± 1 punct procentual) în 2011, și s-a stabilizat la 2,5% începând cu 2013. **În plus, reducerea țintei inflației ne va apropia și de criteriile de convergență UE, având în vedere că marea majoritate a băncilor centrale din EU, inclusiv Banca Centrală Europeană, urmăresc ținta inflaționistă de 2%.**

Reducerea țintei inflației vine și cu un bonus important – reducerea cu circa 150-200 milioane de lei anual din dobânda plătită de Guvern către BNM în rezultatul executării garanțiilor stat în contextul „furtului miliardului” din 2016. În momentul când cele 3 bănci care au beneficiat de credite de urgență din partea BNM și garantate de stat au falimentat, Guvernul, în mod automat, a fost obligat prin lege să acopere sumele respective din contul bugetului de stat. Pentru a atenua presiunea pe bugetul de stat, suma respectivă (peste 13,3 miliarde lei) a fost convertită în datorie de stat a Guvernului față de BNM, fiind stabilit un grafic de plăți în decurs de 25 de ani, la o rată a dobânzii apropiată de ținta inflației de 5%.

Conform ultimelor informații raportate de către BNM, la data de 31 octombrie 2023, datoria respectivă constituia 11,7 miliarde lei, cu o dobândă medie de 5,3%. Un simplu calcul sugerează să reducerea dobânzii la 3,5%, în rezultatul ajustării țintei inflației la noile realități macroeconomice, costurile deservirii datoriei vor scădea cu circa 150-200 milioane lei anual. Evident, reducerea poverii pe bugetul de stat în nici un caz nu trebuie să fie principalul obiectiv al reducerii țintei inflaționiste a băncii centrale, deoarece ar prezenta un semn de presiune politică asupra acesteia. Așa cum am menționat mai sus, principalele argumente în favoarea reducerii țintei inflației sunt de sorginte macroeconomică, însă bonusul sub forma unor economisiri substanțiale la bugetul de stat nu este de neglijat.