

2. Moneda națională: o istorie de succes ?

Pe 29 noiembrie 1998 Moldova va marca cea de-a 5-a aniversare de la introducerea monedei naționale – leul moldovenesc. Acum e momentul potrivit de a face o estimare a realizărilor și de a analiza cum au evoluat lucrurile de la bun început. Desigur, concluziile de bază rămân a fi trase de către Banca Națională a Moldovei (BNM), care a jucat rolul principal în acest proces, dar vom face totuși o încercare de a analiza situația dintr-un punct de vedere independent.

Așadar, a fost oare aceasta o istorie de succes? Pe de o parte răspunsul firesc ar fi: da, a fost. Deoarece ea a fost cea mai importantă realizare a acestei țări de până acum în contextul reformelor economice. Totodată, din alt punct de vedere, răspunsul ar fi – nu, nu a fost, deoarece aceasta a fost practic *unica* realizare, pe lângă numeroasele eșecuri și întârzieri în implementarea reformelor în sectorul real al economiei. Deja de un an a devenit clar că existența monedei naționale stabile și a inflației joase nu garantează implicit succesul reformelor economice în general, nici dezvoltarea unui mediu investițional atractiv în particular. Mai mult decât atât, această stabilitate nu este durabilă singură, de la sine. Și acest lucru a fost demonstrat elocvent prin destabilizarea pieței valutare, care a avut loc în octombrie-noiembrie 1998.

Da, Moldova a avut într-adevăr o monedă stabilă și un nivel scăzut al inflației, susținute prin implementarea de către Banca Națională a unei politici monetare austere, care s-a încununat cu succes. Însă aceasta nu putea continua la nesfârșit pe fundalul unui blocaj al reformelor structurale în economie, care genera în permanență un deficit bugetar enorm, însoțit de un deficit masiv al contului curent și acumularea datoriei externe. Totul a explodat la începutul lui noiembrie 1998 (sub presiunea crizei financiare din Rusia), când devenise evident că o astfel de stabilitate nu se poate menține exclusiv pe rezervele valutare ale băncii centrale, care s-au redus dramatic, de vreme ce BNM devenise unica sursă de valută forte în țară. Banca Națională evident nu a putut să țină piept multitudinii de sarcini, ca: acordarea de ajutor Guvernului, oferindu-i credite directe pentru acoperirea deficitului bugetar și oferindu-i valută forte pentru deservirea datoriei externe a țării, plus vânzarea de valută băncilor comerciale prin intermediul Bursei Valutare Interbancare din Moldova (BVIM) și direct. Și toate acestea aveau loc concomitent.

Care au fost rezultatele până la urmă?

- Același deficit bugetar considerabil, generându-se restanțe crescânde la plățile către sfera socială, pensionari și angajații din sfera bugetară. Plus neputința statului de a menține la același nivel împrumuturile de pe piața internă pentru a-și acoperi cheltuielile curente, inclusiv deservirea hârtiilor de valoare (HVS) deja emise.
- Același deficit masiv al balanței comerciale și respectiv al contului curent, cauzat în special de scăderea dramatică a exporturilor către Rusia în urma crizei recente și, în același timp, de frânarea reducerii importurilor, cauzată între altele de componenta mai puțin elastică a resurselor energetice. Lipsa de dinamism al exportului către piețele non-CIS.
- Povară enormă și crescândă a datoriei externe, sumele pentru rambursarea și deservirea căreia vor depăși 200 milioane dolari SUA anual în anii 1998-1999.
- Și rezervele valutare ale BNM care alcătuiesc în noiembrie '98 sub 200 milioane dolari SUA, căzând de la 366 milioane dolari SUA la începutul lui 1998.

Acest impas se putea și trebuia să fie prevăzut de către Guvern și Parlament, care trebuiau să fie mai activi în implementarea reformelor economice în sectorul real al economiei și nu să conteze pe miracole. Moldova avusese un start promițător la începutul anului 1996, când politica monetară reușită a pregătit terenul atât de necesar pentru o continuare mai activă a reformelor în economia reală. Totuși, din păcate, această șansă a fost ratată – nu s-au făcut concluzii corecte și nu s-au obținut rezultate semnificative, în pofida finanțării considerabile primite din exterior inclusiv în 1997 – vânzările de HVS, Eurobond-uri, MIG-uri (pe lângă tranșe de la Banca Mondială).

În acele condiții BNM ar fi trebuit să evalueze într-o manieră mai realistă pericolele care se întrezăreau și să micșoreze presiunea puternică asupra cursului de schimb, susținut prin intervenții din rezervele valutare. Dacă la începutul anului 1998, când devenise clar că situația economică nu se îmbunătățește deloc, BNM ar fi limitat intervențiile sale pe piața valutară, atunci Banca ar fi reușit să-și păstreze mai mult de jumătate din rezervele valutare nete. Desigur că această decizie ar fi dus imediat la o devalorizare a monedei naționale, așa cum s-a întâmplat în noiembrie curent, însă acest proces nu ar fi decurs atât de dramatic și impactul crizei din Rusia nu ar fi fost atât de dureros.

Așadar, să vedem mai întâi cum au evoluat toate de la bun început. Ce putem spune despre politica monetară în Moldova de până la introducerea monedei naționale, care de fapt a fost foarte slabă. Să urmărim însă evoluția evenimentelor în ordine cronologică.

Zona rublei. Moldova, ca și alte țări post-comuniste, s-a alăturat procesului de tranziție economică având un nivel înalt al inflației și o descreștere puternică a producției. Liberalizarea prețurilor de la începutul anului 1992 s-a soldat cu o creștere bruscă a prețurilor, ceea ce a adus la o hiperinflație. Astfel, nivelul inflației a atins în 1992 cifra de 1280%. În astfel de circumstanțe nu a fost efectuată reducerea deficitului bugetar, atât de necesară. În plus, acest deficit se finanța prin emisii neacoperite de bani, precum și prin acordarea de credite preferențiale centralizate, ceea ce genera un consum neproductiv, deoarece, de cele mai dese ori, creditele erau acordate unor întreprinderi de stat care trebuiau restructurate sau declarate falite.

Guvernul nu a avut hotărârea (și experiența) necesară pentru a promova reforme radicale, în condițiile tranziției spre economia de piață și mediului hiperinflaționist. În aceste circumstanțe țara avea nevoie de un sistem monetar stabil, precum și de un sistem bancar viguros.

Stabilizarea monedei trebuia pornită de la zero, deoarece în 1991, când Moldova devenise o țară independentă, rezervele valutare și de aur erau egale cu zero și nu exista nici piață valutară, nici chiar o bancă centrală a statului.

Ca și în celelalte foste republici sovietice, în Moldova circula rubla sovietică. Cursul de schimb al rublei față de valutele de bază se stabilea la licitațiile Bursei Valutare Interbancare din Moscova. Cât privește sistemul bancar, în Moldova exista doar filiala republicană a Gosbank-ului și câteva bănci de stat specializate, destinate deservirii bugetului, finanțarea agriculturii și industriei, acumularea economiilor populației. Ele erau finanțate de banca centrală pentru a acorda ulterior credite directe sectoarelor respective ale economiei naționale. Fluxurile valutare se aflau sub un control strict, circulația dolarului fiind interzisă.

La începutul lunii iunie 1991 Parlamentul a aprobat legile bancare care au pus bazele legale ale unui sistem bancar de două nivele în Moldova – banca centrală și băncile comerciale. La 4 iunie 1991 a fost instituită Banca Națională a Moldovei. BNM este independentă de Guvern și raportează doar Parlamentului. Ea este unica instituție care are

dreptul emiterii banilor, care elaborează și implementează politicile monetară, creditară și valutară, stabilește cadrul de reglementare a băncilor comerciale și supraveghează activitatea lor. Primele cinci bănci comerciale erau de fapt fostele bănci de stat, ulterior privatizate și restructurate în societăți pe acțiuni.

Deoarece Moldova continua să rămână în zona rublei, BNM nu putea să protejeze economia națională extrem de vulnerabilă la șocurile externe, în special din țările vecine. Politica economică era inefficientă, fiind în permanență influențată de procesele negative ce aveau loc în fosta Uniune Sovietică.

Introducerea cuponului. În momentul în care inflația din republicile vecine a depășit nivelul celei din Moldova, iar unele din ele au început să emită propria monedă (ca de exemplu rubla rusă în Rusia, ce înlocuise rubla sovietică), devenise clar că în scopul evitării unui haos total și a invaziei rublelor sovietice din întreaga zonă a rublei, piața internă trebuia să fie protejată într-un anumit mod. Astfel, la 10 iunie 1992 BNM a pus în circulație cuponul moldovenesc (cu valori nominale de 50, 200 și 1000), care era echivalent cu rubla de tip sovietic și circula în paralel cu ea. Spre sfârșitul lunii iunie 1993 cupoanele constituiau cca. 80% din numerarul în circulație. Cursul oficial de schimb al cuponului față de dolarul SUA a rămas același ca și al rublei, fixat de Rusia.

A doua zi după decizia Băncii Centrale a Rusiei (adoptată la 24 iulie 1993) de a retrage din circulație rublele sovietice de pe teritoriul Federației Ruse, BNM de asemenea a trebuit să interzică circulația rublelor sovietice pe teritoriul Moldovei, dar numai a bancnotelor cu o valoare nominală de 100 și mai mult, din cauza insuficienței cupoanelor cu valoare nominală mică.

De la 9 august 1993 BNM a început să coteze săptămânal rubla moldovenească față de principalele valute, inclusiv față de alte ruble din spațiul post-sovietic, folosind metoda de cross-curs prin rubla rusească. Aceasta a contribuit considerabil la reducerea pieței negre valutare.

În perioada ianuarie-noiembrie 1993 cursul de schimb al cuponului moldovenesc față de dolarul SUA a crescut de mai mult de 9 ori. BNM a dus o astfel de politică de devalorizare a cuponului moldovenesc din cauza deficitului balanței comerciale a Moldovei cu Rusia, precum și din cauza importului de inflație din zona rublei.

Mai târziu, în octombrie 1993, șapte bănci comerciale au fondat Bursa Valutară Interbancară din Moldova (BVIM) ca societate pe acțiuni de tip închis, BNM revenindu-i doar rolul de supraveghere. Ședințele de fixing aveau loc săptămânal în cadrul Bursei și cursul de schimb care se stabilea la punctul de echilibru între cerere și ofertă devenea în mod automat cursul de referință al BNM pentru ziua următoare. În decursul primelor săptămâni de activitate a Bursei BNM era unicul vânzător de valută forte pe piață, însă ulterior situația a devenit mai echilibrată.

Este de menționat că după primele săptămâni de existență a Bursei s-a produs unificarea cursurilor de schimb de la BVIM, casele de schimb valutar și piețele din stradă. Aceasta vorbește despre o competitivitate largă a pieței la acel moment.

Un aspect important al activității BNM în acea perioadă a fost începutul colaborării cu organisme financiare internaționale. La 5 mai 1992 Moldova devine membru al BERD, iar la 12 august 1992 - al FMI, precum și al BIRD. În februarie 1993 Moldova a primit primul credit de la FMI pentru finanțarea deficitului comercial (4,56 milioane USD), apoi în martie 1993 – primul credit de la Banca Mondială pentru import critic (26 milioane USD). De atunci au și început pregătirile pentru introducerea monedei naționale.

În primăvara anului 1993, când prăbușirea rublei ruse, cauzată de o politică monetară și fiscală expansionistă și o mare instabilitate politică, devenise evidentă, unele țări din fosta Uniune au decis să introducă propriile monede naționale. Primele au fost Statele Baltice, apoi au urmat Kîrgîzstanul și Moldova.

Cea mai mare problemă a fost alegerea unui regim valutar adecvat pentru Moldova. Un regim valutar fix sau unul legat de o altă valută ar fi putut expune mai puternic economia țării unor șocuri, pe lângă aceasta statul nu avea rezerve de aur, iar rezervele valutare erau neînsemnate. De aceea Moldova a adoptat un regim de schimb flotant, sau mai bine zis un regim de flotare controlată.

Introducerea leului. Moldova a introdus moneda sa națională, leul moldovenesc, la 29 noiembrie 1993. Cursul de reevaluare a fost stabilit la 1 leu pentru 1000 de ruble sau cupoane moldovenești.

Principalul scop al acestui pas extrem de important a constat în izolarea economiei Moldovei de instabilitatea continuă din zona rublei. Programul stabilizării financiare și al reformelor structurale, implementat în legătură cu introducerea leului, a fost susținut de către FMI prin intermediul aranjamentelor Stand-by. Acest program, care a durat până în luna martie 1995, a avut drept scop asigurarea stabilității leului prin adoptarea unei politici financiare austere. Programul de asemenea a fost orientat spre avansarea restructurării economiei prin intermediul liberalizării comerțului interior și exterior, a sistemului de plăți și introducerea reformelor structurale în ramurile cheie. Pe lângă asistența din partea FMI acest program s-a bucurat și de sprijinul altor donatori bilaterali și multilaterali, inclusiv a Băncii Mondiale.

Pe lângă ajutorul financiar Moldova a beneficiat, de asemenea, de o asistență tehnică importantă și foarte eficientă din partea FMI, care continuă din anul 1992. În consecință BNM s-a transformat într-o bancă centrală modernă, cu personal calificat și dotată conform standardelor occidentale. O asistență considerabilă a fost acordată în următoarele domenii: compilarea statisticii monetare, reorganizarea sistemelor de plăți, mecanismele pieței valutare, statistica balanței de plăți, noul sistem contabil, supravegherea bancară, cadrul legal și de reglementare.

Instrumentele politicii monetare. Odată cu introducerea leului moldovenesc a fost implementată o politică monetară dură, care s-a dovedit a fi una din cele mai reușite (de rând cu cele din Statele Baltice), comparativ cu alte țări din fosta Uniune. Ea poate fi descrisă sumar în felul următor: în fiecare an BNM elaborează un program monetar-creditar, bazat pe agregatele monetare, care include următoarele obiective: Activele externe nete (rezervele valutare și pasivele) și Activele interne nete (plafonarea creditelor Guvernului, băncilor comerciale, prognozarea creditării economiei naționale de către băncile comerciale, la fel ca și a numerarului în circulație, a rezervelor bancare și a depunerilor). Printre instrumentele utilizate ale politicii monetare sunt: rezervele obligatorii, licitațiile de refinanțare, intervențiile pe piața valutară și operațiunile cu hârtii de valoare pe piața deschisă. Cel din urmă este și cel mai recomandat, dar acest instrument a început să fie utilizat doar din august 1997, când piața hârtiilor de valoare a fost suficient de dezvoltată.

Începând cu 1995 deficitul bugetar este acoperit preponderent prin emiterea certificatelor de stat și nu doar prin credite directe de la banca centrală. Astfel, mijloacele necesare bugetului sunt atrase de pe piața financiară, evitându-se o emisie monetară suplimentară de către BNM. Volumul anual al emisiei hârtiilor de valoare de stat este planificat în Legea Bugetului, aprobată de Parlament. BNM este agent fiscal al statului care

pune în circulație HVS prin organizarea unor licitații și negociind direct cu băncile comerciale, care sunt dealeri pe piața primară. Investitorii străini pot participa la licitații fără nici un fel de restricții.

La 14 martie 1995 BNM a organizat prima licitație a HVS (cu o scadență de 3 luni), în care băncile acționau ca cumpărători. Din august 1995 licitațiile au început să aibă loc o dată în două săptămâni, conform unui grafic publicat din timp. În 1995 oferta de HVS depășea cererea, ceea ce se explica în principal prin următoarele: Ministerul Finanțelor încerca să vândă sume mari de HVS, iar în al doilea rând – aceste hârtii de valoare nu erau cunoscute pe piața financiară. Apoi volumul HVS emise s-a majorat continuu și rapid, până când în anul 1998 Guvernul a înțeles că aceasta “piramidă” nu poate continua la infinit, deoarece, în condițiile în care deficitul bugetar nu a fost redus, veniturile de la noile HVS emise nici nu acopereau sumele necesare pentru răscumpărarea hârtiilor de valoare emise anterior (însă situația din '98 este oglindită mai jos). În perioada 1995-1997 ratele dobânzii la HVS s-au redus treptat, ca urmare a micșorării inflației, însă ele de regulă erau suficient de înalte (de asemenea în comparație cu ratele depunerilor) pentru a permite băncilor comerciale de a utiliza mijloacele disponibile pentru procurarea HVS și obținerea unor profituri ușoare și garantate, în loc să crediteze economia.

Cel mai mare succes al politicii monetare a fost stabilizarea monedei naționale și a nivelului inflației.

Inflația. Rata inflației s-a redus brusc în 1994. Dacă în 1993 nivelul anual al inflației era de peste 2000%, atunci spre sfârșitul lui 1994 ea a coborât până la 105%, în 1995 ea era deja de 23,8% (obiectivul FMI fiind de 15%), în 1996 – 15,1% (obiectivul – 15%), în 1997 – 11,2% (obiectivul – 10%). Dacă e să ne referim la nivelul mediu lunar al inflației, cifrele sunt după cum urmează: în 1993 el era de 33,9%, în 1994 – 6,2%, în 1995 – 1,8%, în 1996 – 1,8% și în 1997 – 0,9%.

În Moldova inflația este caracterizată de doi factori de bază: factorul monetar (la fel ca și în economiile occidentale) și factorul nemonetar. În general, dacă piața financiară e echilibrată atunci orice schimbări în masa monetară afectează inflația fără a surveni alte schimbări în economie. Însă piața financiară din Moldova nu este încă echilibrată. Iată de ce, având o masă monetară potrivită sau o politică monetară a băncii centrale adecvată nu înseamnă implicit un control total al inflației, deoarece rata inflației poate să crească fiind influențată de factori indirecți sau nemonetari, cum ar fi: majorarea centralizată a prețurilor și tarifelor (servicii comunale, transport, energie, etc.), sau careva tendințe sezoniere.

Acordarea creditelor. Până în 1993 banca centrală acorda credite directe și centralizate în sume cerute de Guvern. Din luna august 1993, când au fost organizate primele licitații de refinanțare, forma principală de acordare a creditelor au devenit anume aceste licitații, care aveau loc la BNM și la care erau admise doar băncile ce respectau cerințele BNM.

În direcțiile de bază ale politicii monetar-creditare pentru anul 1994 se prevedea ca 80% din resursele creditare ale băncii centrale (iar pentru 1995 – 90%) să fie alocate prin intermediul licitațiilor creditare (partea rămasă era distribuită conform deciziilor Parlamentului). Aceste condiții au fost respectate cu toate că încă în 1992 puțini credeau că economia națională se va dezvolta normal fără credite preferențiale. În realitate totul a evoluat bine: metoda de piață de distribuire a resurselor creditare s-a dovedit a fi mult mai eficientă. Rata de refinanțare era egală cu rata dobânzii stabilită în cadrul licitației în corespundere cu cererea și oferta.

În 1994 acordarea creditelor preferențiale de către BNM (adică a unor credite directe, cu dobândă mică, acordate agenților economici, în special întreprinderilor de stat) a fost sistată. Însă Guvernul a continuat să acorde garanții de stat la creditele pe care băncile comerciale le acordau unor agenți economici. Pe de altă parte, BNM continua să acorde credite directe Ministerului Finanțelor, deși, începând cu emiterea HVS în 1995, aceste credite sunt acordate de către BNM doar contra HVS. BNM și Ministrul Finanțelor au analizat posibilitatea convertirii vechilor (de după 1992) datorii ale Guvernului către BNM în hârtii de valoare de stat, însă până acum acest lucru nu s-a efectuat, datoriile fiind prolongate în continuu.

Rata anuală de refinanțare, stabilită la licitațiile de creditare, a crescut simțitor de la sfârșitul lui 1993, atingând un nivel maxim de 377% în februarie 1994. Ulterior, odată cu micșorarea inflației, rata de refinanțare a scăzut către sfârșitul anului 1994 până la 42%, reducându-se apoi la 21% spre finele anului 1995. Scăderea nivelului inflației a avut un efect pozitiv asupra ratei de refinanțare a BNM, care, începând cu ianuarie 1994, devine pozitivă în termeni reali. Pe parcursul anului 1996 rata de refinanțare a cunoscut o fluctuație nesemnificativă în jurul a 19-21%, coborând până la 16% la sfârșitul anului 1997.

Rata reală de refinanțare a crescut semnificativ în 1994, atingând cota maximă la mijlocul anului 1994 (ceea ce indica asupra primelor simptome de sufocare a economiei și a impus BNM să înceapă reducerea ratelor dobânzii). Ratele reale ale dobânzii în sistemul bancar s-au situat totdeauna la cote înalte. Printre cauzele acestui fenomen sunt, pe de o parte, riscul sistemic înalt, generat de imperfecțiunea mediului juridic și legislativ (în particular nedefinitivarea bazei legale ce ar reglementa gajarea pământului și creditele imobiliare), și pe de altă parte lipsa unei concurențe serioase între bănci, cât și subcapitalizarea lor.

Volumul creditelor distribuite în cadrul licitațiilor se stabilea în mărimea care permitea atingerea nivelului prevăzut pentru Activele interne nete ale BNM, luându-se în considerare obiectivele indicative pentru baza monetară și masa monetară. Aceste obiective corespund criteriilor de performanță fixate în memorandumurile încheiate cu FMI.

Rata de refinanțare stabilită la licitațiile de creditare a fost rata cheie de referință a BNM. Din luna august 1997 a început să fie aplicat un nou instrument – facilitatea lombard. Rata lombard se determină la nivelul ratei dobânzii pe HVS de 28 zile, plus o marjă constantă (de 5% sau mai mare). În septembrie 1997 BNM a aprobat regulamentul privind operațiunile pe piața deschisă – aranjamentele Repo, adică vânzarea HVS cu răscumpărarea lor ulterioară la o dată anumită și la un preț anume. Băncile comerciale acționează ca dealeri primari în aceste operațiuni.

Agregatele monetare. Baza monetară și masa monetară au crescut în 1994 cu 128% și 116% respectiv, în comparație cu 320% și 393% în 1993. Condițiile financiare austere au adus de asemenea la o reducere a creșterii depozitelor bancare, care s-au majorat cu 77% în 1994 în comparație cu 212% în 1993. Ponderea depozitelor valutare a scăzut la cca. 10% la sfârșitul anului 1994 de la 15% la sfârșitul anului 1993. Aceasta vorbește despre o creștere a încrederii în leu (susținută de un curs valutar stabil și o reducere rapidă a inflației), iar depozitele în valută străină au început să fie folosite mai mult pentru finanțarea tranzacțiilor curente decât ca mijloc de păstrare a valorii.

Pe parcursul anului 1995 masa monetară (M_3) a crescut cu 65,2%, datorită creșterii bazei monetare (M_0) cu 85%. Numerarul constituia mai mult de 50% din masa monetară. Depozitele în valută străină au crescut cu 84%, pe când depozitele în lei – cu 38%. Suma totală a depozitelor alcătuia cca. 140 mil. lei sau mai mult de 30 mil. dolari SUA.

În 1996 masa monetară a crescut cu 12,8%. Numerarul în circulație și depunerile la vedere (M_1) constituiau 65,5%, fiind în descreștere cu 2,3% față de anul precedent. Volumul depunerilor la termen și a celor în valută a crescut respectiv, atingând cota de 34,5% din M_3 .

Pe parcursul anului 1997 masa monetară a crescut cu 34%. Această creștere a fost cauzată în special de sporirea numerarului în circulație cu 33%, față de creșterea de 14,4% în 1996. Depunerile constituiau deja 49,4% din masa monetară, majoritatea lor fiind în monedă națională, ceea ce de fapt a confirmat încrederea populației și a agenților economici în leu și stabilitatea lui.

Banca Națională, fiind bancă centrală, stabilește nivelul rezervelor obligatorii în conformitate cu politica monetară implementată. O utilizare mai agresivă a acestui instrument a avut loc în 1994. Până la 1 februarie 1994 rezervele obligatorii pentru depunerile la vedere erau egale cu 20% din suma totală a mijloacelor atrase, iar pentru depunerile la termen erau mai mici (de la 15% în jos). Apoi, în scopul limitării banilor în circulație, BNM a majorat rezervele obligatorii până la 28%. Începând cu 1 iunie 1994, odată cu micșorarea nivelului inflației, BNM a redus rezervele obligatorii iarăși la 20%. Din 16 decembrie 1994 BNM a stabilit un nivel unic al rezervelor obligatorii pentru toate depozitele – 12%. De la 1 octombrie 1995 acest nivel a fost coborât până la 8%. În 1996 BNM a început să aplice rezervele obligatorii (8%) și la depozitele în valută străină. Situația s-a schimbat dramatic în ultimul trimestru al anului 1998, dar despre aceasta se va vorbi mai jos.

Cursul de schimb. În momentul introducerii monedei naționale cursul de schimb a fost fixat la 3,85 lei pentru un dolar SUA, ulterior cursul oficial stabilindu-se în cadrul ședințelor de fixing de la BVIM. Cursul oficial se utilizează la operațiunile valutare efectuate de către BNM, inclusiv deservirea datoriei externe, precum și în contabilitate.

În timp ce de la 14 octombrie 1993 ședințele de fixing ale Bursei aveau loc o dată pe săptămână, începând cu 10 decembrie 1993 ele se petreceau deja de 2 ori pe săptămână, iar de la 1 ianuarie 1994 – de trei ori pe săptămână. Deja în 1995 BNM a introdus (de la 1 februarie 1995) cotarea zilnică a dolarului american, mărcii germane, rublei ruse și leului românesc.

Din cauza creșterii continue a discrepanței dintre cursul valutar pe piața numerarului și cea a viramentului BNM a efectuat în decembrie 1993 câteva intervenții la casele de schimb valutar, cumpărând dolari SUA și ulterior vânzându-i înapoi. Astfel la început cursul de schimb nominal chiar s-a apreciat, ajungând la 3,665 lei pentru un dolar SUA în perioada 20-25 ianuarie 1994. Ulterior cursul a început să se deprecieze lent. Intervenții relativ mari au fost făcute de către BNM în anul 1994, în special pe piața numerarului. Panica în rândul populației a provocat în primăvara anului o creștere a cererii de valută forte, în rezultat casele de schimb valutar majorând brusc rata de schimb. Pentru a contracara această creștere a cursului BNM a decis să intervină masiv, vânzând cca. 1 milion de dolari SUA în numerar (un volum foarte mare pentru acea perioadă). După o ușoară stabilizare, a urmat un alt val și BNM a vândut în mai 1994 alte 700 mii dolari caselor de schimb. Intervențiile s-au dovedit a fi foarte reușite, iar ulterior banca centrală a cumpărat înapoi valuta vândută la un curs convenabil. Aceasta a fost un exemplu elocvent despre aceea cum BNM a reușit să anihileze speculațiile de pe piața valutară.

Pe parcursul anului 1993 cuponul moldovenesc s-a devalorizat cu 900%, pe când în anul 1994 leul s-a devalorizat doar cu 13% în raport cu dolarul SUA. În continuare leul a dat dovadă de o stabilitate remarcabilă, indicele anual de depreciere nominală fiind de: 5,4% în 1995, 2,6% în 1996 și 0,23% în 1997. Cursul valutar stabil a fost utilizat drept o a doua

ancoră (pe lângă politica monetară austeră), destinată punerii sub control a inflației. Totuși, pe termen mediu și lung, doar o singură ancoră și anume politica monetară ar trebui să fie suficientă.

Odată cu reducerea inflației a început o apreciere în termeni nominali a leului față de rubla rusă, karbovanețul ucrainean, dolarul SUA și alte valute. Astfel, indicele real al cursului de schimb indica o apreciere a leului față de dolarul SUA cu cca. 78% în 1994, cu 16,6% în 1995, cu 12,1% în 1996 și cu 11% în 1997.

După cum se observă, în termeni reali a avut loc o puternică apreciere a leului în această perioadă. Mai mult decât atât, supraaprecierea leului în condițiile unui dezechilibru mare a balanței de plăți, care se agravează în permanență (deficitul contului curent în raport cu PIB a fost de 15,8% în 1997), încuraja atacuri speculative împotriva leului. Cursul efectiv nominal a arătat o apreciere cu 36% a leului moldovenesc față de valutele principalilor parteneri comerciali ai Moldovei – Rusia, Ucraina, Belarus, România, Bulgaria, Germania și Italia. Cursul efectiv real, care de asemenea ia în calcul inflația din Moldova și țările sus menționate, a indicat o apreciere cu 16%. Această evoluție a monedei naționale a generat un șir de obiecții din partea exportatorilor (în special în anul 1997) care afirmau că un leu supraapreciat face ca mărfurile exportate din Moldova să fie prea scumpe, ele devenind necompetitive. În același timp, se considera că o depreciere a leului ar fi redus importurile masive, în special a bunurilor de consum. Pe de altă parte, însă, BNM susținea că deprecierea nu ar soluționa această problemă, deoarece circa o treime din importuri alcătuiau resursele energetice. În afară de aceasta, se atrăgea atenția că deprecierea ar fi generat pentru Guvern probleme la deservirea datoriei externe, cât și diminuarea veniturilor reale ale populației.

Analiza evoluției cursului leului în perioada anilor 1994-1997 indică asupra existenței unor tendințe comune, generate de fluctuațiile sezoniere ale cererii și ofertei de valută forte pe piață. Ele pot fi explicate prin caracterul sezonier al economiei Moldovei, care are un puternic profil agrar. Primăvara BNM de obicei vinde valută forte datorită unei puternice cereri de valută din partea agenților economici, legată de procurarea combustibilului, etc., necesare pentru perioada semănatului. Mai târziu, după strângerea roadei și exportul producției, au loc afluxuri de valută forte în țară. Această valută este vândută pe piață și respectiv cumpărată de BNM pentru completarea rezervelor sale valutare. Înainte de începutul iernii se fac pregătirile necesare pentru sezonul rece (import de resurse energetice), ceea ce contribuie la creșterea cererii de valută etc.

Pe parcursul anilor 1994-1997 BNM intervenea pe piața valutară pentru a atenua oscilațiile mari ale cursului de schimb, în conformitate cu obiectivele politicii monetare. Totuși, în pofida volumului relativ scăzut al intervențiilor sale (cu unele excepții), Banca exercita o influență psihologică semnificativă asupra participanților de pe piața valutară, fiindcă, având rezerve valutare solide, BNM ar fi putut satisface practic orice cerere provenită de pe piața valutară, de altfel modestă după dimensiuni. De aceea putem spune că rata de schimb a fost supravegheată în de aproape, iar băncile și agenții economici, la rândul lor, urmăreau cu atenție intervențiile făcute de Banca Națională pe piață.

Regimul valutar. BNM a implementat treptat o politică de liberalizare a pieței valutare. Din 1992 au apărut schimbări pozitive în reglementările valutare: până în luna mai 1992 vânzarea obligatorie a valutei a constituit 50% din veniturile rezultate din activitatea de producție și 60% pentru servicii de intermediere. Ulterior vânzarea obligatorie a valutei a fost treptat unificată, fiind de 35% la finele anului 1993. Mai mult ca atât, dacă în 1993 veniturile din export erau vândute BNM, începând cu ianuarie 1994 ele sunt vândute băncilor

comerciale. Îndeplinind cerința de vânzare obligatorie a valutei până la sfârșitul anului 1993 agenții economici au realizat 11,4 milioane dolari SUA, care au completat rezervele valutare ale BNM, ce alcătuiau către finele anului 1993 77 milioane dolari. La 17 ianuarie 1994 BNM a aprobat noul Regulament Valutar, care a autorizat procurarea de valută pentru operațiuni ale contului curent. De la 15 noiembrie 1994 cerința pentru vânzarea obligatorie a valutei a fost anulată, în așa fel agenții economici puteau să utilizeze la propria discreție mijloacele valutare provenite din export și păstrate pe cont în bancă. Aceasta a reprezentat un indice elocvent al stabilității leului.

Constituirea rezervelor valutare ale BNM a evoluat mai departe. Astfel, la sfârșitul anului 1994 rezervele brute au atins deja 180 milioane dolari SUA, în 1995 – 256 milioane, în 1996 – 314 milioane. La finele lui 1997 rezervele brute au atins 366 milioane dolari (acoperind 3,1 luni de importuri de bunuri și servicii), din care 132 milioane reprezentau rezervele nete. Majorarea rezervelor a avut loc în special datorită intervențiilor BNM pe piața valutară (unde a fost o ofertă mai mare de valută, rezultată din export, investiții străine și credite externe), cât și datorită unui management eficient al portofoliului rezervelor efectuat de dealerii Băncii Naționale (plasamente pe depozite în băncile străine, Repo-uri, investiții în hârtii de valoare ale Trezoreriei SUA și altele).

Regulile de export-import a valutei forte în Moldova au fost simplificate, în timp ce au fost stabilite proceduri destul de liberale vizând păstrarea valutei pe depozite în băncile locale. Aceste acțiuni au dus la majorarea încrederii în leu din partea populației și agenților economici. În consecință cursul de schimb s-a stabilizat, volumul depunerilor bancare în lei au crescut, iar operațiunile valutare “de stradă” și din “piața neagră” practic au dispărut.

Măsurile sus menționate și rezultatele atinse au servit drept un motiv bun pentru BNM de a accepta prevederile articolului VIII, secțiunile 2, 3, 4 ale Statutului FMI. Aceasta a însemnat *de jure* convertibilitatea leului moldovenesc pentru operațiunile contului curent și pentru unele operațiuni ale contului de capital. În rezultat orice persoană fizică sau juridică rezidentă sau nerezidentă are dreptul de a schimba fără limită lei în valută forte și *vice-versa*. Investitorilor străini li s-a acordat dreptul de a-și repatria liber capitalul în țara de origine. Orice agent economic din Moldova poate procura fără limitare prin intermediul băncilor comerciale locale valută pentru efectuarea operațiunilor de import. Agenților economici li s-a permis, în cazul în care au primit credite din străinătate înregistrate la BNM, să cumpere valută forte pe piața internă pentru deservirea acestor credite. Persoanele rezidente care lucrează peste hotare pot să-și transfere liber profiturile familiilor lor din Moldova. În același timp persoanele fizice rezidente în Moldova nu au dreptul de a transfera peste hotare mijloacele din conturile valutare personale din băncile locale, cu unele excepții ca de exemplu pentru servicii medicale, studii și altele.

Stabilitatea cursurilor de schimb ale băncilor comerciale a demonstrat că piața valutară internă se stabilizase, ceea ce s-a datorat faptului că băncile comerciale începuseră să lucreze independent în livrarea numerarului. Mai mult ca atât, trebuie de menționat că din 1994 ratele de schimb stabilite de băncile comerciale pentru transferuri și ratele fixate de casele de schimb valutar pentru operațiuni cu numerarul nu variaua cu mult de la cursul oficial. Aceasta a însemnat că piața valutară a Moldovei era destul de accesibilă, situația având o stabilitate durabilă.

În general, de notat că asupra creării și stabilizării pieței valutare a Moldovei au contribuit în special: fondarea Bursei Valutare Interbancare, crearea pieței hârtiilor de valoare, modernizarea Centrului de decontări a BNM, cât și activitatea unui șir de case de

schimb valutar care de rând cu băncile comerciale prestează servicii valutare în Moldova.

O importanță aparte pentru Moldova a avut-o asistența financiară pe termen lung acordată de FMI și Banca Mondială în perioada 1993-1997. În total FMI a acordat Moldovei 242 milioane dolari SUA pentru susținerea balanței de plăți, monedei naționale și ajustări structurale. Banca Mondială a acordat 265 milioane dolari SUA pentru finanțarea importurilor critice, promovarea exportului, finanțarea deficitului bugetar, dezvoltarea sectorului privat și de asemenea ajustări structurale. Moldova de asemenea a primit credite considerabile de la țări donatoare, de la Comunitatea Europeană și bănci private.

Însă la mijlocul anului 1997 IMF a stopat acordarea tranșelor creditului EFF (facilității de finanțare extinsă) Una din cauzele de bază a fost progresul lent în reducerea deficitului fiscal în 1997. Printre alți factori au fost acordarea peste limită a creditelor Guvernului din partea BNM, cât și arieratele la plățile interne și externe. Ratarea obiectivelor convenite cu FMI a avut un efect negativ asupra colaborării cu Banca Mondială care de asemenea a stopat acordarea creditului SAL-2. În loc să reducă deficitul, autoritățile (în lipsa unei finanțări de la organizațiile financiare internaționale și refuzul BNM de a acorda credite nelimitate Guvernului) au recurs activ la împrumuturi private – lansarea Eurobond-urilor moldovenești și încurajarea investitorilor străini de a cumpăra HVS. Aceasta în final a condus la transferarea crizei asupra sectorului financiar (căci deficitul bugetar așa și nu a fost redus), care a fost ulterior puternic catalizată de criza din Rusia din august 1998.

Evoluțiile recente din 1998. Situația pe piața financiară a Moldovei pe parcursul anului 1998 a rămas relativ stabilă, excepție făcând perioada influențată de criza din Rusia, care a început la mijlocul lunii august 1998. Criza din Rusia de rând cu reducerea drastică a exporturilor moldovenești, a exercitat de asemenea un impact negativ major asupra pieței financiare interne. Majoritatea investitorilor de portofoliu străini și-au retras capitalurile investite în Hârtii de valoare de stat (investițiile străine totale în HVS au atins cifra de cca. 30 milioane dolari, adică o treime din total). În același timp începând cu finele lunii august oamenii au început să-și convertească depunerile în lei din băncile comerciale în depuneri valutare, iar unii și-au retras complet depunerile din sistemul bancar.

Aceste acțiuni au fost în particular catalizate de evenimentele legate de “vinerea neagră” – 4 septembrie 1998 – când un număr mare de case de schimb valutar din Chișinău, susținute și de o bancă comercială, au întreprins acțiuni speculative contra leului (în condițiile unei insuficiențe temporare de dolari SUA în numerar pe piață), majorând cursul de vânzare a dolarului la 6-7 lei pentru 1 dolar SUA. Mai mult ca atât ele au violat câteva regulamente, modificând ratele de câteva ori pe zi și fixând marje mult mai mari comparativ cu plafonul fixat de 10%. Acțiunile energice întreprinse de BNM, care a acordat o mână de ajutor băncilor comerciale, vânzându-le sambăta câteva milioane de dolari în numerar, însoțite de controale și retrageri masive a licențelor caselor de schimb valutar (însoțite de îngustarea și mai mare a marjei permise), au contribuit la calmarea spiritelor și de luni, 7 septembrie, ratele de vânzare a dolarului au căzut din nou spre 4,9 lei pentru 1 dolar.

La acel moment BNM a decis să-și limiteze intervențiile în valută forte, menținându-le la un nivel minim posibil, hotărând evident să-și protejeze rezervele valutare ce se micșorau. Aceasta, însă, la rândul său nu a dus la înlăturarea cererii la dolari pe piață. BNM vindea valută forte la toate ședințele Bursei Valutare Interbancare în perioada septembrie-octombrie, iar cursul oficial de schimb se deprecia continuu:

La 8 octombrie cursul oficial a atins pentru prima dată 5,00 lei pentru 1USD.

La 29 octombrie cursul oficial a tins nivelul de 6,00 lei pentru 1 dolar.

La 7 noiembrie cursul oficial a tins deja nivelul de 7,01 lei pentru 1 dolar și a crescut în continuare, apropiindu-se de cota de 10 lei/1USD spre finele lunii noiembrie.

Banca Națională nu a profitat de oportunitatea de a lua în considerare avertismentul din partea FMI lansat pe 14 octombrie de a stopa vânzarea valutei convertibile pe piața interbancară. Însă conducerea BNM a decis să mai întreprindă o tentativă de a stabiliza leul, aplicând unul din instrumentele clasice ale politici monetare – rezervele obligatorii ale băncilor comerciale la banca centrală. În acest fel, pe 14 octombrie Consiliul de Administrație al BNM a adoptat hotărârea de a majora cerința la rezervele obligatorii de la 8% la 25% cu începere de la 25 octombrie, ceea ce a generat un șir de argumente (și o parte din ele destul de rezonabile) împotriva acestei hotărâri, venind de la băncile comerciale.

Este evident că BNM a contat pe faptul că, având insuficiență de lei, băncile vor începe să vândă valută forte la Bursa Valutară Interbancară pentru a obține lei. Scopul BNM a fost de a diminua cererea crescândă de valută forte din partea băncilor, reducând lichiditatea lor în monedă națională, în acest fel stabilizând leul moldovenesc și oprind declinul rezervelor valutare oficiale. Rezultatul acestei strategii a fost însă diferit. Într-adevăr, o serie de bănci într-adevăr au început să acumuleze rezervele cerute la BNM, însă până la finele lunii octombrie nici o bancă nu a reușit să îndeplinească această sarcină (termenul limită fiind fixat la 5 noiembrie 1998).

Începând cu data de 2 noiembrie 1998 BNM a decis să stopeze temporar vânzarea valutei forte la Bursa Valutară Interbancară (de asemenea reducând cerința la rezervele obligatorii la cota de 15%, condiționând însă aceasta de cerința ca 10% din activele totale ale băncilor să fie constituite din HVS).

Calea spre această decizie judicioasă a fost lungă și trebuia întreprinsă încă din primul trimestru al anului curent. Acum rata oficială de schimb se calculează luându-se în considerare media ponderată a tranzacțiilor pe piața interbancară. În așa fel băncile sunt puse în situația de a găsi singure punctul de echilibru între cererea și oferta de valută pe piață. Și se pare că ele reușesc să facă acest lucru. Băncile chiar au convenit între ele că în momentul în care cursul de schimb al leului cade cu mai mult de 10% - tranzacțiile respective de la Bursă sunt anulate.

Desigur că la început aceasta semnifică o majorare considerabilă a prețului dolarului, ce se datorează insuficienței de dolari care nu mai vin din rezervele BNM. Și unica tranzacție ce a avut loc pe data de 2 noiembrie servește ca dovadă în acest context, deși totuși destul de slabă, fiindcă volumul tranzacției a fost minor, iar prețul surprinzător de înalt de 10 lei pentru un dolar a pus BNM “en garde”. În consecință, rezultatul tranzacției a fost anulat, iar cursul oficial de schimb a rămas la nivelul precedent de 6,40 lei/1USD. Cursul ulterior s-a situat la 7-8 lei pentru 1 dolar, însă în continuare el va depinde mult de intrările de valută forte în țară, de exemplu sub formă de investiții străine sau repatriere a valutei rezultată din operațiunile de export.

Deprecierea nominală mai mare a leului moldovenesc, însoțită de nivelul foarte scăzut al ratei inflației, a dus la o depreciere în termeni reali, manifestată pentru prima dată de la introducerea monedei naționale. Indicele cursului de schimb real a indicat în octombrie 1998 o depreciere a leului moldovenesc față de dolarul SUA cu cca. 15%, în comparație cu nivelul din decembrie 1997 (calculat lunar). Aceasta se consideră a fi o evoluție pozitivă a ratei de schimb, de care exportatorii acum nu ar trebui să se deranjeze. Rămâne de văzut dacă ei vor profita de această șansă.

Influența deprecierei curente a leului asupra nivelului prețurilor rămâne a fi calculată, însă este cert că ea va avea un impact major asupra mărfurilor importate, în timp ce prețurile la produsele locale, după toate probabilitățile, nu vor crește cu mai mult de 30% (în funcție de componenta de import din producția lor). În afară de aceasta, deoarece majoritatea populației are venituri în lei care nu se vor modifica substanțial, se poate considera că aceasta va reține inflația internă.

Un aspect interesant se referă la ratele interne ale dobânzii. Pentru a menține depunerile actuale și a atrage altele, băncile vor trebui în noile condiții să majoreze substanțial ratele dobânzii la depunerile în lei, care ar trebui să fie corelate cu deprecierea leului. Cu toate acestea, dolarizarea mijloacelor în bănci va continua cel puțin până la o anumită stabilizare a cursului de schimb.

O tendință alarmantă reprezintă vânzările masive de valută forte pe care le-a făcut BNM la Bursa Valutară Interbancară în 1998. În anii precedenți tranzacțiile BNM la Bursă aveau o sezonabilitate în evoluție, pe când în perioada ianuarie-octombrie 1998 BNM doar a vândut volume considerabile de valută – cca. 123 milioane dolari SUA. Decizia fixă a conducerii BNM de a menține leul cu orice preț (care de altfel s-a dovedit a fi destul de înalt) a rezultat până la urmă în epuizarea completă a rezervelor valutare proprii ale BNM, astfel încât la finele lui octombrie rezervele nete au atins valori negative, iar rezervele brute au scăzut de la 366 milioane dolari SUA la începutul anului până la cota de sub 200 milioane.

Un alt aspect critic în contextul reducerii rezervelor valutare oficiale ale statului este legat de necesitatea deservirii și rambursării datoriei externe care solicită transferuri mari de mijloace valutare pentru acest scop. În anul 1998 Moldova are de achitat peste \$215 milioane dolari pentru plata dobânzilor și rambursarea creditelor străine (inclusiv suma de cca. 70 milioane dolari ce revine doar BNM, pentru creditele FMI). Și aceasta are loc în condițiile unui factor agravant și anume a deficitului considerabil al contului curent al balanței de plăți a statului.

În timp ce timp de aproape un an țara nu a beneficiat de nici un credit de la FMI și Banca Mondială, BNM a trebuit să finanțeze din rezervele sale rambursarea și deservirea creditelor primite anterior de la instituțiile financiare internaționale, bănci străine și alte surse. Mai mult decât atât, sunt încă 30 milioane dolari SUA ce trebuie să fie achitați deja în 1998 – este vorba de primul plasament privat al Moldovei efectuat prin Merrill Lynch, adică așa numitul Eurobond, care a fost emis în 1996 pe 2 ani cu posibilitatea de a fi prelungit până în 1999. Desigur că după “lecția” arătată de Rusia nimeni nu mai dorește să prelungească aceste hârtii de valoare. În consecință, Moldova trebuie să ducă negocieri dure referitor la o posibilă restructurare a acestei datorii.

Misiunea FMI ce a vizitat Moldova în noiembrie a încheiat un acord cu Guvernul și BNM privind un nou program de politici economice care, în caz dacă va fi aprobat de Consiliul Executiv al FMI și implementat cu succes de către autoritățile Moldovei, va duce la acordarea următoarei tranșe a EFF în sumă de cca. 35 milioane dolari, în așa fel relansând finanțarea din partea Băncii Mondiale și a altor donatori și creditori, inclusiv mizându-se pe o eventuală reeșalonare a datoriei externe.

În anul 1998 rata inflației s-a contractat semnificativ în comparație cu anii precedenți. În lunile martie, iunie, iulie și august s-a remarcat o deflație, în așa fel nivelul cumulativ al inflației pentru perioada ianuarie-octombrie 1998 alcătuiește doar 0,97%. Totuși, luând în considerare creșterile recente de prețuri, este clar că cifra proiectată a inflației anuale de 7-10% (obiectivul BNM) nu va fi atinsă, rata inflației după toate probabilitățile situându-se la cca. 13%.

Cu referință la fenomenul deflației înregistrat în vara anului 1998 trebuie de menționat că ea are în temelie un caracterul pur monetar: numerarul în circulație s-a redus considerabil în decursul anului 1998 – cu cca. o pătrime. Aceasta a avut loc datorită retragerii masive a leilor din circulație, rezultată din vânzările de valută la Bursa Valutară efectuate de către BNM din contul rezervelor sale valutare.

Evoluția masei monetare nu a urmat aceeași traiectorie ca și numerarul în circulație datorită fluctuațiilor depozitelor bancare, atât în lei cât și în valută. Încrederea agenților economici și a populației în bănci a fost înaltă în prima jumătate a anului, deși în toamnă ea a fost puternic afectată de criza din Rusia. În timp ce în prima jumătate a anului oamenii au preferat dobânzile înalte asigurate de bănci la depunerile în lei, toamna ei au început să le converteze masiv în depozite valutare.

La finele lunii septembrie 1998 masa monetară s-a redus cu 13,2% (cu 254 milioane lei) comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent și a atins cifra de 1668 milioane lei. Această diminuare e caracteristică în special lunii septembrie când ea a alcătuit 259 milioane lei. Micșorarea masei monetare a fost condiționată de diminuarea bazei monetare – numerarul în circulației s-a redus cu 23% și rezervele bancare – cu 32%. Depunerile în lei s-au redus cu 19% la sfârșitul lunii septembrie comparativ cu finele anului 1997, depunerile în valuta (în echivalent de lei) s-au majorat cu 57,2%. A avut loc dolarizarea continuă a depozitelor bancare.

Datoria internă (și externă) a Guvernului s-a acumulat în continuare. Ministerul Finanțelor, utilizând de asemenea și creditele pe termen scurt ale BNM, a continuat să răscumpere HVS emise anterior. Începând cu luna iunie 1998 cota hârtiilor de valoare tranzacționate din oferta totală s-a redus dramatic – de la 80% în mai, la 56% în iunie, căzând ulterior până la cca. 30% în octombrie (din aceste HVS vândute în octombrie cca. 80% erau cu scadențe de 7 și 14 zile, care au fost introduse în circulație la 8 septembrie 1998).

În consecință Ministrul Finanțelor s-a ciocnit cu problema insuficienței de mijloace necesare pentru răscumpărarea HVS deja emise și în acest context orice tentativă de a vinde mai multe hârtii de valoare ar fi dus imediat la o majorare critică a ratelor de dobândă, care deja atinseseră cca. 40% imediat după începerea crizei din Rusia (încă e bine că o majorare periculoasă a ratelor de dobândă a fost evitată).

Aici trebuie de recunoscut că situația se aștepta să evolueze anume așa, deoarece din cauza împrumuturilor masive de pe piața internă făcute anterior de către Ministerul Finanțelor pentru acoperirea deficitului bugetar. Devenise clar că majorarea volumelor de HVS vândute pe piața primară nu se poate prelungi până la infinit și prima explozie ar fi fost din partea ratei dobânzii. Ceea ce s-a întâmplat în Rusia a fost din acest punct de vedere o lecție bună pentru

Guvernul Moldovei, arătând că există doar o cale pentru a evita criza – vânzarea HVS doar în volumele necesare pentru deservirea celor emise anterior și găsirea căilor de reducere a deficitului bugetar prin intermediul diminuării cheltuielilor, în momentul în care găsirea surselor de finanțare a acestui deficit a devenit imposibil.

Pe parcursul primei jumătăți a anului 1998 au avut loc 9 licitații de refinanțare la care au fost vândute resurse creditare în sumă de 171 milioane lei, comparativ cu volumul de 205 milioane lei licitat în aceeași perioadă a anului precedent. Rata anuală a refinanțării s-a diminuat lent până la 16% în luna mai 1998, însă la licitația din 15 iunie ea a sărit la cota de 22,5%. Aceasta a fost o reacție normală în condițiile majorărilor continue ale ratelor dobânzii la HVS.

Trebuie de menționat că aceasta a fost ultima licitație de refinanțare, deoarece ulterior aceste licitații au fost înlocuite integral prin facilitățile lombard și prin operațiunile pe piața deschisă - aranjamentele Repo. Ca urmare discrepanța mare între rata de refinanțare și ratele dobânzii la HVS a fost neutralizată. Această discrepanță le permitea băncilor să cumpere resurse creditare ieftine în cadrul licitațiilor creditare și apoi să le utilizeze pentru procurarea HVS (adică finanțarea deficitului bugetar), obținând astfel profituri ușoare și fără risc.

Pe parcursul lunilor iunie-septembrie 1998 băncile au primit credite în volume de 202 milioane lei (Repo-uri – 84,4 milioane lei și facilități lombard – 117,4 milioane lei). Volumul total al creditelor băncilor în economie a ajuns la 1130 milioane lei. Cel mai scăzut volum de credite a fost acordat în luna septembrie 1998 (55 milioane lei). Aceasta s-a întâmplat din cauza reducerii mijloacelor temporar disponibile la băncile comerciale, care s-au angajat în procurarea valutei străine de pe piață, cât și din cauza unei anumite nedorințe a agenților economici de a lua credite.

În general, estimând situația financiară în Moldova în contextul crizei din Rusia, este clar că stabilitatea internă pe piața financiară a fost menținută până în noiembrie 1998 din contul rezervelor valutare ale Băncii Naționale a Moldovei, care a susținut leul și a reușit să evite un default (incapacitate de plată) a țării în ceea ce privește deservirea și rambursarea datoriei externe. Printre alți factori ce au contribuit la evitarea unei crize majore după august 1998 au fost: un sistem bancar mai mult sau mai puțin stabil, nivelul relativ scăzut al datoriei comerciale private a țării, cât și participarea relativ limitată a investitorilor străini în achiziționarea hârtiilor de valoare de stat. Totuși, pe de altă parte, au persistat un șir de probleme critice, ca: deficitul bugetar considerabil, deficitul masiv al contului curent, nivelul înalt al datoriei externe, lipsa finanțării din exterior și altele. De aceea, este evident, că pentru a obține o stabilitate macroeconomică de durată este necesar ca Guvernul să optimizeze cheltuielile, să reducă importurile și să avanseze exporturile, prin implementarea integrală a reformelor mult așteptate în sectorul real al economiei, sprijinite de instituțiile financiare internaționale.

2. Moneda națională: o istorie de succes ?



