

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI

Cu titlu de manuscris
C.Z.U.: [338.23:336.74]:336.748.12(478)(043)

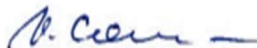
HINEV OLGA

OPTIMIZAREA POLITICII MONETARE PRIN GESTIUNEA
AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE

522.01 – FINANȚE

Teză de doctor în științe economice

Conducător științific:



COCIUG Victoria,
doctor în științe economice,
conferențiar universitar

Autor:



CHIȘINĂU, 2022

©Hinev Olga, 2022

CUPRINS

ADNOTARE.....	5
LISTA TABELELOR.....	8
LISTA FIGURILOR.....	9
LISTA ABREVIERILOR.....	11
INTRODUCERE.....	12
1. ABORDAREA TEORETICO-CONCEPTUALĂ A POSIBILITĂȚII OPTIMIZĂRII POLITICII MONETARE PRIN PRISMA GESTIUNII AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE.....	22
1.1. Dimensiuni teoretice de optimalitate a politicii monetare.....	22
1.2. Așteptările inflaționiste: aspecte teoretice și estimative.....	36
1.3. Optimumul de politică monetară pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste.....	47
1.4. Concluzii la capitolul 1.....	59
2. GESTIUNEA AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE DIN PERSPECTIVA EXPERIENȚEI INTERNAȚIONALE.....	62
2.1. Tendințele cadrului instituțional ale principalilor bănci centrale.....	62
2.2. Gestiunea așteptărilor inflaționiste din perspectiva asigurării obiectivului de politică monetară.....	74
2.3. Estimarea econometrică a relației cauzale dintre așteptările inflaționiste și procesul inflaționist în Cehia și Polonia prin utilizarea modelului econometric VAR.....	83
2.4. Concluzii la capitolul 2.....	92
3. CONTRIBUȚIA AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE ÎN OPTIMIZAREA GESTIUNII PROCESULUI INFLAȚIONIST DIN REPUBLICA MOLDOVA.....	94
3.1. Studiul cadrului instituțional și operațional asociat promovării politicii monetare în Republica Moldova	94
3.1.1. Cuantificarea gradului de transparență a băncii centrale din Republica Moldova.....	96
3.1.2. Cuantificarea gradului de independență și identificarea nivelului de responsabilitate legală a Băncii Naționale a Moldovei.....	101
3.1.3. Studiul cadrului operațional asociat promovării politicii monetare de Banca Națională a Moldovei.....	104
3.2. Evoluția procesului inflaționist în Republica Moldova și cuantificarea econometrică a volatilității acestuia.....	108
3.3. Impactul așteptărilor inflaționiste asupra procesului inflaționist din Republica Moldova.....	119
3.4. Concluzii la capitolul 3.....	131

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI.....	133
BIBLIOGRAFIE.....	138
ANEXE.....	152
DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII.....	168
CURRICULUM VITAE.....	169

ADNOTARE

Hinev Olga „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, teză de doctor în științe economice, Chișinău, 2022.

Structura tezei: introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 210 titluri, 8 anexe, 137 de pagini text de bază (până la Bibliografie), 36 de figuri și 25 de tabele. Rezultatele obținute sunt publicate în 13 lucrări științifice.

Cuvinte-cheie: bancă centrală, așteptări inflaționiste, politică monetară, stabilitatea prețurilor, inflație, transparența, independența, responsabilitatea, comunicarea băncii centrale.

Domeniul de studiu: Științe economice.

Scopul lucrării: constă în optimizarea politicii monetare din perspectiva asigurării stabilității prețurilor prin prisma gestiunii așteptărilor inflaționiste pe fondul maximizării și consolidării credibilității băncii centrale pe seama transparenței, comunicării, independenței și responsabilității băncii centrale.

Obiectivele cercetării se rezumă la definitivarea noțiunii de politică monetară optimă; identificarea mecanismului de formare și de gestiune a așteptărilor inflaționiste; studierea performanței politicii monetare în cadrul experienței internaționale prin prisma gestiunii așteptărilor inflaționiste; estimarea econometrică a volatilității procesului inflaționist în Republica Moldova; estimarea gradului de independență și transparență a BNM; concretizarea aspectului legal de responsabilitate a BNM; simularea modelului econometric cauzal cu integrarea așteptărilor inflaționiste în procesul de formare a prețurilor în Republica Moldova.

Noutatea și originalitatea științifică este reflectată în fundamentarea unei definiții exhaustive a politicii monetare optime cu argumentarea exigenței unui cadru instituțional solid asociat independenței, transparenței și responsabilității băncii centrale în gestiunea așteptărilor inflaționiste, alături de evaluarea modului în care așteptările inflaționiste sunt capabile să cauzeze evoluția procesului inflaționist și deducerea importanței includerii acestora în modele de analiză și prognoză aplicabile la evaluarea și stabilirea politicii monetare din perspectiva optimizării acesteia.

Rezultatele obținute care contribuie la soluționarea problemei importante se referă la identificarea unei definiții exhaustive a politicii monetare optime, definirea pilonilor de natură să asigure gestiunea așteptărilor inflaționiste, precum și la găsirea oportunității persistenței așteptărilor inflaționiste mixte în procesul de formare a prețurilor în Republica Moldova, atât celor bazate pe forward-looking, cât și a componentei de backward-looking. Aceasta, la rândul său, implică consolidarea credibilității instituționale de natură să asigure gestiunea așteptărilor inflaționiste raționale, pe de o parte și, respectiv, sporirea gradului de educație financiară a populației, pe de altă parte, de natură să asimileze informațiile furnizate de autoritatea monetară.

Semnificația teoretică și valoarea aplicativă a lucrării. Rezultatele obținute în cadrul cercetării poartă un caracter de recomandare pentru autoritatea monetară din Republica Moldova, conferind o nișă de optimizare a politicii monetare pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste și valorificării potențialului de formare a așteptărilor de tipul forward-looking. Formulările analitice și sintezele expuse în teză, reprezentate prin scheme, indicatori și modele econometrice sunt utile pentru studenți, masteranzi, doctoranzi, specialiști și experți în domeniul de cercetare.

Implementarea rezultatelor științifice. Rezultatele cercetării au fost prezentate autorității de resort în domeniu, fiind susținute și apreciate de Banca Națională a Moldovei și de Academia de Studii Economice a Moldovei, fapt confirmat prin certificatele de implementare anexate la teza respectivă.

ANNOTATION

Hinev Olga „Monetary policy optimisation through the inflation expectations management”, PhD thesis in Economics, Chisinau, 2022.

Thesis structure: introduction, three chapters, general conclusions and recommendations, bibliography from 210 sources, 8 annexes, 137 pages of basic text (up to Bibliography), 36 figures and 25 tables. The obtained results are published in 13 scientific papers.

Key words: central bank, inflation expectations, monetary policy, price stability, inflation, transparency, independence, accountability, communication of central bank.

Research area: Economics.

The purpose of the research: consists in the optimisation of the monetary policy from the perspective of ensuring price stability through the inflation expectations management against the background of maximizing and strengthening the central bank credibility due to the transparency, communication, independence and responsibility of the central bank.

The objectives of the research are summarized in the formulation of the optimal monetary policy notion; the identification of the inflation expectations formation and management mechanism; the studying of monetary policy performance within the international experience in terms of inflation expectations management; the econometric estimation of the inflation process volatility in the Republic of Moldova; the estimation of the independence and transparency degree of the NBM; the concretizing of the NBM's responsibility legal aspect; the simulation of the causal econometric model with the integration of inflation expectations in the price formation process in Moldova.

The scientific novelty and originality is reflected in the foundation of an exhaustive definition of optimal monetary policy with the argumentation of the requirement of a solid institutional framework associated with the independence, transparency and responsibility of the central bank in the inflation expectations management, alongside the assessment of how inflation expectations are able to cause the evolution of the inflation process and deducing the importance of their inclusion in analysis and forecast models applied to the evaluation and establishment of monetary policy from the perspective of its optimization.

The obtained results that contribute to solving the important problem refer to the identification of an exhaustive definition of optimal monetary policies, the definition of the pillars likely to ensure the management of inflation expectations, as well as to finding the opportunity for the persistence of mixed inflation expectations in the price formation process in the Republic of Moldova, both those based on forward-looking, as well as the backward-looking component. This in turn implies the strengthening of institutional credibility to ensure the management of rational inflation expectations on the one hand and, respectively, increasing the degree of financial education of the population on the other hand in order to assimilate the information provided by the monetary authority.

The theoretical significance and the applied value of the paper. The results obtained in the research have the character of a recommendation for the monetary authority of the Republic of Moldova, conferring a niche for the optimisation of the monetary policy due to the inflation expectations management and the recovery of the potential for the forward-looking expectations formation. The analytical formulations and syntheses presented in the thesis, represented by schemes, indicators and econometric models, are useful for students, masters, doctoral students, specialists and experts in the field of research.

The implementation of the scientific results. The research results were presented to the relevant authority in the field, being supported and appreciated by the National Bank of Moldova and by the Academy of Economic Studies of Moldova, this fact confirmed by the implementation certificates attached to the respective thesis.

АННОТАЦИЯ

Хинев Ольга «Оптимизация денежно-кредитной политики через управления инфляционными ожиданиями», докторская диссертация в области экономики, Кишинёв, 2022г.

Структура диссертации: введение, три главы, общие выводы и рекомендации, библиография из 210 источников, 8 приложений, 137 страниц основного текста (до библиографии), 36 рисунков и 25 таблиц. Результаты работы опубликованы в 13 научных статьях.

Ключевые слова: центральный банк, инфляционные ожидания, денежно-кредитная политика, стабильность цен, инфляция, прозрачность, независимость, ответственность центрального банка.

Область исследования: Экономика.

Цель исследования: заключается в оптимизации денежно-кредитной политики с позиции обеспечения ценовой стабильности через призму управления инфляционными ожиданиями на фоне максимизации и укрепления доверия к центральному банку за счет прозрачности, коммуникабельности, независимости и ответственности центрального банка.

Научно-исследовательские задачи: сводятся к формулировке понятия оптимальной денежно-кредитной политики; выявление механизма формирования и управления инфляционными ожиданиями; изучение эффективности денежно-кредитной политики в рамках международного опыта через призму управления инфляционными ожиданиями; эконометрическая оценка волатильности инфляционных процессов в Республике Молдова; оценка степени независимости и прозрачности НБМ; конкретизация правового аспекта ответственности НБМ; моделирование причинно-следственной эконометрической модели с интеграцией инфляционных ожиданий в процесс ценообразования в Республике Молдова.

Научная новизна и оригинальность отражены в обосновании исчерпывающего определения оптимальной денежно-кредитной политики с аргументацией требования прочной институциональной основы, связанной с независимостью, прозрачностью и ответственностью центрального банка в управлении инфляционными ожиданиями, наряду с оценкой того, насколько инфляционные ожидания способны вызывать эволюцию инфляционного процесса и вывод о важности их включения в анализ и прогнозные модели, применимые к оценке и установлению денежной политики с точки зрения ее оптимизации.

Полученные результаты, способствующие решению важной задачи, относятся к выявлению исчерпывающего определения оптимальной денежно-кредитной политики, определению столпов, обеспечивающих управление инфляционными ожиданиями, а также к поиску возможности выявления смешанных инфляционных ожиданий в процессе ценообразования в Молдове, основанные как на forward-looking, так и на ретроспективной составляющей. Это, в свою очередь, предполагает усиление институционального доверия для обеспечения управления рациональными инфляционными ожиданиями, с одной стороны, и, соответственно, повышение степени финансовой образованности населения, с другой стороны, для усвоения информации, предоставляемой денежно-кредитным органом.

Теоретическая значимость и прикладная ценность работы. Результаты, полученные в исследовании, носят рекомендательный характер для денежно-кредитного органа Республики Молдова, предоставляя нишу для оптимизации денежно-кредитной политики за счет управления инфляционными ожиданиями и эксплуатации потенциала для формирования ожиданий forward-looking. Представленные в диссертации аналитические формулировки и синтезы, представленные схемами, показателями и эконометрическими моделями, полезны для студентов, магистрантов, аспирантов, специалистов и экспертов в области научных исследований.

Внедрение научных результатов: Результаты исследования были представлены компетентному органу в данной области при поддержке и оценке со стороны Национального Банка Молдовы и Академий Экономических Исследований Молдовы, что подтверждается сертификатами внедрения, приложенными к соответствующей диссертации.

LISTA TABELELOR

Tabelul 1.1. Definierea conceptului de politică monetară optimă luând ca reper cadrul conjunctural, instituțional și cel operațional.....	35
Tabelul 1.2. Evoluția conceptului cu privire la așteptările inflaționiste în contextul teoriilor gândirii economice.....	38
Tabelul 2.1. Obiectivele politicii monetare urmărite de băncile centrale ale țărilor G7 la situația din iunie 2022.....	63
Tabelul 2.2. Evoluția comunicării și transparenței băncilor centrale.....	68
Tabelul 2.3. Evaluarea cadrului instituțional de politică monetară în țările selectate.....	74
Tabelul 2.4. Transparența BNC, BNP și BNR din perspectiva publicării indicatorilor macroeconomici prognozați.....	82
Tabelul 2.5. Evaluarea staționarității seriilor de timp analizate (Cehia).....	86
Tabelul 2.6. Estimarea cauzalității Granger în contextul modelului VAR generat (Cehia).....	87
Tabelul 2.7. Estimarea cauzalității de tip Granger în contextul modelului VAR (Polonia).....	90
Tabelul 3.1. Cadrul politicii monetare în Republica Moldova.....	95
Tabelul 3.2. Estimarea gradului de transparență a BNM la situația din iunie 2022 după indicii propus de Dincer N., Eichengreen B., Geraats P. [76]	98
Tabelul 3.3. Indicii independenței BNM după Cukierman, Webb și Neyapti [69].....	101
Tabelul 3.4. Definitivarea conceptuală a relației dintre inflație și volatilitatea inflației.....	111
Tabelul 3.5. Testul staționarizării seriei de timp L_IPC	113
Tabelul 3.6. Testul staționarizării seriei de timp L_IPC diferențiate de ordinul 1.....	114
Tabelul 3.7. Testarea efectului ARCH.....	115
Tabelul 3.8. Modelul GARCH (1, 1) pentru perioada ian. 1994 – iun. 2022.....	116
Tabelul 3.9. Modelul GARCH (1, 1) pentru perioada ian. 2010 – iun. 2022.....	117
Tabelul 3.10. Testul heteroscedasticității ARCH-LM.....	118
Tabelul 3.11. Evaluarea staționarității seriilor de timp analizate.....	126
Tabelul 3.12. VAR Lag order selection criteria.....	127
Tabelul 3.13. Rezultatele testului de cointegrare a lui Johansen.....	128
Tabelul 3.14. Identificarea semnificației coeficienților asociați modelului VECM.....	129
Tabelul 3.15. Cauzalitate Granger pe termen scurt.....	129
Tabelul 3.16. Statisticile de evaluare asociate validării modelului VECM.....	130

LISTA FIGURILOR

Figura 1.1. Modelul lui Mundell-Fleming și imposibila triadă aferentă cadrului de politică monetară.....	27
Figura 1.2. Regimurile de politică monetară clasificate în funcție de ancore asumate de băncile centrale.....	29
Figura 1.3. Orientarea optimă a politicii monetare în funcție de ciclurile economice.....	33
Figura 1.4. Tipologia așteptărilor inflaționiste în funcție de gradul de percepție a informației și încredere în autoritatea monetară.....	41
Figura 1.5. Funcția de distribuție a probabilității așteptărilor inflaționiste.....	43
Figura 1.6. Mecanismul de formare al așteptărilor inflaționiste și rolul băncii centrale în cadrul acestuia.....	45
Figura 1.7. Rolul așteptărilor inflaționiste în contextul mecanismului de transmisie a politicii monetare	49
Figura 1.8. Mecanismul de transmisie a așteptărilor inflaționiste.....	50
Figura 1.9. Rolul transparenței băncii centrale în promovarea politicii monetare.....	53
Figura 1.10. Pilonii optimizării politicii monetare asociați mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste.....	56
Figura 1.11. Comunicarea băncii centrale în funcție de regimurile de politică monetară.....	57
Figura 2.1. Mecanismul de transmisie a deciziilor de politică monetară în SUA.....	64
Figura 2.2. Structura regimurilor de politică monetară în funcție de repartitia acestora pe țări la situația din 25 august 2021.....	66
Figura 2.3. Dinamica transparenței băncilor centrale în funcție de regimurile de politică monetară în perioada 1998-2019.....	67
Figura 2.4. Corelația dintre inflație și gradul de independență a unor bănci centrale în perioada 1980-1989.....	69
Figura 2.5. Evaluarea pilonilor cadrului instituțional al celor mai de succes bănci centrale la situația din anul 2013.....	70
Figura 2.6. Evoluția transparenței băncilor centrale în perioada 1998-2014.....	72
Figura 2.7. Indicele de transparență a băncilor centrale în funcție de cele cinci aspecte la situația anului 2019.....	73
Figura 2.8. Performanța regimului de țintire a inflației în Cehia și Polonia din perspectiva asigurării obiectivului de politică monetară	75
Figura 2.9. Performanța regimului de țintire a inflației din perspectiva asigurării stabilității prețurilor în România.....	77
Figura 2.10. Evoluția indicelui de transparență a BNC, BNP, BNR în corespundere cu dinamica procesului inflaționist asociat acestor țări în perioada 1998-2014.....	78
Figura 2.11. Evoluția așteptărilor inflaționiste în Cehia pentru orizontul de 1 și 3 ani.....	83

Figura 2.12. Evoluția inflației în perioada 2010-2021 și așteptărilor inflaționiste ale participanților pieței financiare în Cehia în perioada ianuarie 2010-mai 2023.....	85
Figura 2.13. Evoluția așteptărilor inflaționiste ale consumatorilor și agenților economici alături de dinamica procesului inflaționist în Polonia în perioada 2010-2020 (graficul din stânga) și evoluția așteptărilor inflaționiste ale întreprinderilor (graficul din dreapta).....	88
Figura 2.14. Evoluția inflației și așteptărilor inflaționiste în Polonia în perioada 2004-2016.....	89
Figura 2.15. Gradul de corelație dintre inflație și așteptările inflaționiste în Polonia în perioada 2004-2016.....	90
Figura 2.16. Funcțiile de răspuns la impulsuri (Polonia).....	91
Figura 3.1. Timeline-ul instrumentelor de comunicare a politicii monetare implementate de BNM...	97
Figura 3.2. Corelația dintre gradul de independență al BNM și evoluția inflației.....	102
Figura 3.3. Instrumentele de politică monetară aflate la dispoziția BNM și obiectivul final.....	107
Figura 3.4. Evoluția ratei anuale a inflației (%) în Republica Moldova până la trecerea la regimul de țintire a inflației.....	109
Figura 3.5. Performanța politicii monetare în funcție de atingerea obiectivului de asigurare și menținere a stabilității prețurilor în perioada 2010-iunie 2022.....	110
Figura 3.6. Evoluția seriilor DL_IPC pe perioade supuse studiului.....	114
Figura 3.7. Graficele GARCH (1,1) aferente celor două perioade analizate.....	118
Figura 3.8. Dinamica ratei inflației (% , yoy) și ratei de bază (%) în perioada din momentul implementării regimului de țintire a inflației și până în trimestrul I, 2022.....	121
Figura 3.9. Estimarea deviației PIB în Republica Moldova după metoda HP Filter.....	122

LISTA ABREVIERILOR

ARCH	- Autoregressive Conditional Heteroskedasticity
BC	- Bancă Centrală
BCE	- Banca Centrală Europeană
BNC	- Banca Națională a Cehiei
BNM	- Banca Națională a Moldovei
BNP	- Banca Națională a Poloniei
BNR	- Banca Națională a României
BNS	- Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova
CA	- Consiliul de administrație
CE	- Comitetul executiv al Băncii Naționale a Moldovei
COVID-19	- infecție virală respiratorie acută cauzată de coronavirus izbucnit în decembrie 2019
CSI	- Comunitatea Statelor Independente
FMI	- Fondul Monetar Internațional
FOMC	- Comitetul Federal al Operațiunilor pe Piețele Deschise
GARCH	- Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic Model
GUS	- Oficiul Central de Statistică al Poloniei
IPC	- Indicele prețurilor de consum
MF	- Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova
PIB	- Produsul intern brut
PRIBOR	- Rata dobânzii prognozată de Banca Națională a Cehiei
RM	- Republica Moldova
SFR	- Sistemul Federal de Rezervă
SUA	- Statele Unite ale Americii
UE	- Uniunea Europeană
VAR	- Vector Autoregression
VECM	- Vector Error Correction Model
VLC	- Valute liber convertibile
VNC	- Valute neconvertibile
WIBOR	- Rata dobânzii prognozată de Banca Națională a Poloniei

INTRODUCERE

Actualitatea și importanța temei abordate. Preocuparea economiștilor în direcția optimizării și maximizării eficienței politicii monetare din perspectiva ținerii sub control a procesului inflaționist, de natură să asigure și creșterea economică de durată, a existat în decursul timpurilor. Teoriile acestora au fost adaptate și valorificate în funcție de identificarea noilor procese, fenomene și provocări apărute în economie și în societate. Urmărind asigurarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor, băncile centrale au fost nevoite să valorifice teoriile asociate politicii monetare în vederea optimizării acesteia, dar și să găsească noile direcții în acțiunile lor, în contextul în care economiile contemporane au început să acorde o deosebită atenție așteptărilor din perspectiva identificării tendințelor și evoluțiilor macroeconomice în vederea luării deciziilor corecte și eficiente la momentul oportun.

În acest sens, sub repercusiunea noțiunii de așteptări în economie, în ultimul deceniu al secolului XX, autoritățile monetare sunt impuse să-și consolideze propriile lor acțiuni în direcția sporirii transparenței și predictibilității băncii, recunoscând rolul indispensabil al așteptărilor inflaționiste în asigurarea stabilității prețurilor, unul dintre aspectele mai puțin valorificate fiind însuși procesul și determinanții de gestiune ai așteptărilor inflaționiste capabili să realizeze stabilitatea prețurilor.

În ultima perioadă, asistăm la manifestarea efectelor suprapunerii celor două crize, criza asociată pandemiei COVID-19 și, respectiv criza energetică. Criza generată de pandemia COVID-19 a condiționat autoritățile monetare să-și revizuiască prioritățile în vederea depășirii eventualelor deficite de lichiditate în sistemele sale bancare, fără a prejudicia obiectivul de asigurare și menținere a stabilității prețurilor. În acest context, majoritatea băncilor centrale mondiale au fost nevoite să se orienteze spre o politică monetară stimulativă în susținerea creșterii economice și sprijinirea politicilor economice generale ale statului pe fondul unei transparențe sporite a deciziilor sale, având drept scop atenuarea impactului economic covârșitor al pandemiei. Criza energetică de la sfârșitul anului 2021 a zguduit economia mondială, punând amprente asupra inflației globale prin cotațiile înalte la resursele energetice, activând astfel efectele de runda a doua de natură să ajusteze accelerarea suplimentară a procesului inflaționist. În acest context, provocările și riscurile la adresa conduitei politicii monetare sunt majore. Băncile centrale mondiale și-au inversat conduita politicii monetare, de la cea stimulativă din perioada pandemică la cea restrictivă în vederea atenuării presiunilor inflaționiste și temperării ritmurilor alerte ale inflației, preponderent prin majorarea ratelor dobânzilor de politică monetară.

Totodată, merită menționat faptul că evenimentele tensionate asociate cu conflictul armat din regiune au condiționat presiuni inflaționiste suplimentare la adresa procesului inflaționist mondial din

perspectiva distorsiunilor survenite în lanțurile de aprovizionare, producere și comercializare. În acest sens, prețurile la produsele alimentare și materiile prime pe piețele internaționale au consemnat ascensiuni puternice cu perspective certe de substituire a bunurilor provenite din țările implicate în conflictul armat.

Criza pandemică a inhibat cererea agregată, consumatorii au devenit mai reticenți, preferând tergiversarea consumului final, însă, odată cu amânarea restricțiilor impuse de COVID-19 și reluarea activității economice mondiale, s-a observat reactivarea acesteia de natură să afecteze inflația. Factorii de ofertă s-au intensificat odată cu manifestarea crizei energetice, atribuind procesului inflaționist trendul accelerator pe seama costurilor, inflația căpătând un caracter nemonetar. Creșterea prețurilor mondiale la resursele energetice, începută spre finele anului 2021, alături de accelerarea celor la produsele alimentare, reprezintă o amenințare la adresa inflației globale și condițiilor economice mondiale, iar cel mai mult aceste efecte negative sunt resimțite de economiile emergente.

Contextul internațional s-a răsfrânt puternic asupra conjuncturii din Republica Moldova, care, fiind o țară mică cu o economie deschisă, importatoare de resurse energetice și produse alimentare, este expusă și mai pregnant șocurilor din exterior, iar vulnerabilitatea acesteia s-a confirmat prin creșterea persistentă a prețurilor de consum, cu repercusiuni severe asupra bugetelor personale ale consumatorilor. În plus, la cele două crize sus-menționate, manifestate în ultimii doi ani, se alătură și criza refugiaților, care conturează presiuni inflaționiste suplimentare la adresa procesului inflaționist din Republica Moldova prin canalul consumului.

Descrierea situației în domeniul de cercetare și identificarea problemelor asociate. În contextul celor menționate, s-a dublat importanța și rolul gestiunii așteptărilor inflaționiste în cadrul procesului de formare a prețurilor, fapt care implică asigurarea unei credibilități sporite a autorității monetare în vederea depășirii distorsiunilor în repartitia rațională a resurselor financiare în economie. Populația și agenții economici sunt mai raționali în efectuarea investițiilor, economiilor și consumului în situația în care inflația este anticipată și banca centrală se bucură de o credibilitate sporită în acțiunile și deciziile sale. Aportul băncilor centrale la formarea așteptărilor inflaționiste este considerabil și direct legat de modul în care sunt comunicate acțiunile trecute, prezente și cele de perspectivă și, respectiv, de modul în care băncile centrale răspund provocărilor de responsabilitate și independență în executarea obiectivului de inflație.

Așteptările inflaționiste constituie un semnificativ punct de reper în conduita politicii monetare din perspectiva consolidării mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară, iar nivelul acestora comportă un impact sporit asupra fundamentării procesului inflaționist în economie. Din aceste considerente, băncile centrale, în prezent, sunt cointeresate de procesul de formare și gestiune

a așteptărilor inflaționiste, direcționându-le la nivelurile asociate țintei inflației. De aici și apare actualitatea temei prin faptul că capacitatea băncii centrale de a optimiza politica monetară prin ancorarea așteptărilor inflaționiste a identificat necesitatea cercetării procesului de gestiune a așteptărilor inflaționiste. În acest context, se consideră oportun de a specifica cadrul elocvent de gestiune a așteptărilor inflaționiste în baza celor trei piloni, precum transparența, independența și responsabilitatea autorității monetare care în mod implicit vor contribui la atingerea obiectivului propus de banca centrală cu costuri minime și efecte maxime, contribuind în același timp la reducerea volatilității altor variabile importante, cum ar fi ratele dobânzilor și veniturile populației.

Cercetând cu circumspecție literatura în domeniu, s-a constatat că în materie de specialitate, lipsește o definiție clară și explicită a politicii monetare optime. În același timp, literatura de specialitate nu identifică clar și explicit aspectele definerii de ansamblu, ce stau la baza mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste la nivelul băncii centrale, prin intermediul căruia aceasta este capabilă să influențeze formarea așteptărilor și, în consecință, asigurarea realizării obiectivului privind inflația. În același timp, pornind de la faptul că deocamdată nu există un consens aferent unei strategii de comunicare optime a politicii monetare care să asigure formarea așteptărilor inflaționiste raționale și să susțină ancorarea acestora, fiind adaptată la necesitățile conjuncturale ale țărilor în funcție de economiile emergente, dezvoltate și celor în curs de dezvoltare, autorul și-a propus să studieze și instrumentele de comunicare a politicii monetare din perspectiva identificării celor mai relevante și adaptabile Republicii Moldova.

Făcând referire la Republica Moldova, putem constata că politica monetară a comportat un caracter activ, preponderent, antiinflaționist, de la lupta cu hiperinflația în perioada 1990-1994 la o inflație moderată în 2000-2008. Totodată, se cere remarcat faptul că implementarea strategiei de țintire a inflației, în anul 2010, a impus un șir de provocări în perimetrul de acțiune al transparenței și politicii de comunicare a Băncii Naționale a Moldovei, dat fiind faptul că succesul acestei strategii este condiționat de ancorarea așteptărilor inflaționiste și, prin urmare, de credibilitatea instituției, alături de promovarea unei transparențe, independențe și responsabilități sporite, ceea ce conferă originalitate și confirmă importanța temei cercetate.

Gradul de studiere a temei de cercetare. Aspectele teoretice și practice aferente rolului așteptărilor inflaționiste în promovarea politicii monetare și în contextul mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară, importanța comunicării, transparenței, independenței, responsabilității și credibilității în contextul asigurării obiectivului de politică monetară au fost abordate preponderent în lucrările savanților afiliați școlilor neoclasice, monetariste, neokeynesiste – M. Friedman, E. Phelps, R. Lucas, T. Sargent, R. Barro, N. Wallace, E. Prescott, F. Kydland, G. Calvo,

N. Mankiw, R. Reis, J. Roberts, J. Gali, M. Gertler, ale savanților de peste hotare – A. Alesina, L. Summers, S. Blinder, M. Woodford, B. Bernanke, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. Hann, D.-J. Jansen, N. Dincer, B. Eichengreen, B. Taylor, L. Svensson, A. Posen, F. Mishkin, A. Levin, P. Geraats, A. Cukierman, G. Tabellini, M. Goodfriend, V. Grilli, D. Masciandoro, ale cercetătorilor din spațiul CSI – A. Sokolova, A. Loleyt, I. Gurov, ale economiștilor români – M. Isărescu, S. Cerna și celor autohtoni – V. Cociug, A. Casian, R. Cuhă, V. Cuhă, A. Secrieru.

Lucrările și cercetările autorilor sus-menționați constituie o valoare teoretică și practică semnificativă și fundamentează punctele luate ca reper la elaborarea lucrării respective. Totodată, trebuie menționat că aspectul ce ține de gestiunea așteptărilor inflaționiste din perspectiva optimizării politicii monetare rămâne intact și nu a fost supus cercetării în Republica Moldova, fapt care conferă un perimetru extins de cercetare și definitivare în domeniul respectiv.

Scopul lucrării constă în optimizarea politicii monetare din perspectiva asigurării stabilității prețurilor prin prisma gestiunii așteptărilor inflaționiste pe fondul maximizării și consolidării credibilității băncii centrale pe seama transparenței, comunicării, independenței și responsabilității.

În vederea atingerii scopului propus, au fost formulate următoarele **obiective**:

- Identificarea determinantelor teoretice asociate conceptului de politică monetară optimă;
- Sistematizarea abordărilor teoretice și metodologice cu privire la așteptările inflaționiste și delimitarea locului lor în procesul de optimizare a politicii monetare;
- Identificarea conceptului de gestiune a așteptărilor inflaționiste pe seama consistenței cadrului instituțional asociat independenței, transparenței și responsabilității băncii centrale în vederea posibilității optimizării politicii monetare;
- Studiarea, în cadrul experienței internaționale, a modalităților de optimizare a politicii monetare din perspectiva gestiunii așteptărilor inflaționiste, în principal, făcând referire la țările cu regimul de politică monetară similar cu cel al Republicii Moldova;
- Evaluarea cadrului de politică monetară promovat de BNM, alături de analiza procesului inflaționist în Republica Moldova și estimarea volatilității acestuia, utilizând modelul heteroscedastic GARCH;
- Elaborarea și simularea unui model econometric, ce ar permite evaluarea politicii monetare din Republica Moldova cu identificarea posibilității de optimizare a acesteia prin încadrarea așteptărilor inflaționiste ca fiind una dintre variabilele modelului.

Ipoteza de cercetare rezidă în posibilitatea optimizării politicii monetare prin conturarea unui cadru adecvat de gestiune a așteptărilor inflaționiste. Autorul susține că eficiența politicii monetare va spori odată cu îmbunătățirea gestiunii așteptărilor inflaționiste pe fondul persistenței unui cadru solid

de transparență, independență și responsabilitate, în corelare cu o comunicare proactivă, explicită și lizibilă, adaptată fiecărui grup-țintă, fapt care va facilita acțiunile și deciziile publicului, agenților economici și economiștilor în crearea unui mediu economic previzibil și, în final, va contribui la atingerea obiectivelor propuse de însăși autoritatea monetară.

Sinteza metodologiei de cercetare. Abordările teoriei economice neoclasică au stat la baza elaborării cercetării, alături de studiile metodologice și aplicative ale economiștilor străini. Spectrul de date informaționale asociate cadrului instituțional și statutar al băncilor centrale, informațiilor statistice au fost preluate de pe paginile web oficiale ale Băncii Naționale a Moldovei, Băncii Naționale a Poloniei, Băncii Naționale a Cehiei, Băncii Naționale a României, Biroului Național de Statistică al Republicii Moldova. Totodată, s-au luat ca reper cercetările, estimările și analizele efectuate anterior de autor.

În procesul cercetărilor informațiilor relevante la tema abordată, s-a recurs la următoarele metode de cercetare:

- ✓ metoda abstracției științifice – prin intermediul căreia a fost studiat și fundamentat conceptul de politică monetară optimă, a fost definitivat aspectul ce ține de așteptările inflaționiste și rolul acestora în contextul unei politici monetare optime, recurgând la eliminarea conceptelor și teoriilor nerelevante și arbitrare;
- ✓ metoda de analogie și comparare – a contribuit la comparabilitatea diferitelor viziuni în literatura de specialitate, ce țin de importanța așteptărilor inflaționiste pentru eficiența politicii monetare, precum și la valorificarea experienței internaționale în acest domeniu, contribuind astfel la identificarea concepțiilor proprii aferente optimizării politicii monetare în Republica Moldova prin prisma gestiunii așteptărilor inflaționiste;
- ✓ metoda de analiză și simulare econometrică – a definitivat aspectele ce țin de evoluția procesului inflaționist în Republica Moldova și determinarea volatilității acestuia, iar prin prisma cadrului empiric și econometric a fost estimată relația de cauzalitate dintre așteptările inflaționiste și inflație;
- ✓ metoda deducției și de sistematizare – este benefică din perspectiva argumentării necesității condiționale a independenței, transparenței și responsabilității băncii centrale, în contextul mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste și creșterea rolului acestui instrument în cadrul politicii monetare, formularea procesului de constituire a așteptărilor inflaționiste din perspectiva identificării rolului și locului băncii centrale în gestiunea acestora.

În funcție de caracterul cercetării, metoda de cercetare este preponderent aplicativă, intradisciplinară, descriptivă și cauzală.

Structura și conținutul lucrării. Teza a fost configurată într-o structură consecventă și logică, de natură să asigure realizarea scopului și obiectivelor propuse. Astfel, teza constă din adnotare, introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie și anexe.

În *Introducere* este menționată actualitatea și importanța temei abordate, descrisă situația în domeniul de cercetare cu identificarea problemelor asociate, este definitivat scopul și, respectiv, specificate obiectivele care au rezultat din scopul propus, ipoteza de cercetare și sinteza metodologiei de cercetare cu justificarea metodelor de cercetare la care s-a recurs la elaborarea tezei de asemenea au găsit reflectare. Noutatea și originalitatea științifică a lucrării dezagregată pe elemente, precum și valoarea teoretică și practică a acesteia de asemenea fac parte integrantă a Introducerii.

Capitolul 1 „Abordarea teoretico-conceptuală a posibilității optimizării politicii monetare prin prisma gestiunii așteptărilor inflaționiste” conține o viziune multidimensională asupra conceptului de optimalitate a politicii monetare, cu axarea, în principal, asupra capacității băncii centrale de a optimiza politica monetară prin intermediul mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste, fundamentat pe o credibilitate sporită pe seama celor trei piloni – transparență, independență și responsabilitate. Totodată, accentele au fost puse asupra abordărilor teoretice și aplicative ale așteptărilor inflaționiste, în contextul teoriilor gândirii economice afiliate școlilor keynesiste, monetariste, neoclasice, neokeynesiste și cercetărilor economiștilor în domeniu.

Capitolul 2 „Gestiunea așteptărilor inflaționiste din perspectiva experienței internaționale” se bazează pe studierea cadrului instituțional al băncilor centrale mondiale și tendințelor asociate acestui cadru, punând accent pe identificarea capabilității autorităților monetare în gestiunea și ancorarea așteptărilor inflaționiste din perspectiva atingerii performanței regimului de țintire directă a inflației și, astfel, a asigurării stabilității prețurilor în corespundere cu valorile cantitative ale țintelor inflaționiste adoptate și reflectate în statutul băncilor centrale. În același timp, a fost estimată econometric relația cauzală de tip Granger dintre așteptările inflaționiste și evoluția procesului inflaționist în Polonia și Cehia.

Capitolul 3 „Contribuția așteptărilor inflaționiste în optimizarea gestiunii procesului inflaționist din Republica Moldova” cuprinde o analiză calitativă și cantitativă a cadrului instituțional și operațional asociat promovării politicii monetare în Republica Moldova, cu cuantificarea gradului de transparență și independență al Băncii Naționale a Moldovei, alături de identificarea aspectului legal al responsabilității acesteia. Bazându-se pe tehnicile și metodele econometrice, autorul a efectuat studiul volatilității procesului inflaționist în Republica Moldova, cu identificarea probabilă a componentei de backward-looking a așteptărilor inflaționiste în procesul de formare a prețurilor. Totodată, o valoare aplicativă importantă asociată tezei reprezintă modelul de cauzalitate simulat de

autor cu determinarea relației de cauzalitate dintre inflație, creșterea economică, rata de politică monetară a BNM și așteptările inflaționiste asumate. În acest sens, au fost identificate și aspectele care urmează să fie consolidate și implementate în vederea sporirii transparenței și credibilității Băncii Naționale a Moldovei, în contextul optimizării politicii monetare din perspectiva asigurării stabilității prețurilor.

Concluziile generale și recomandări reflectă cele mai importante concluzii constatate în urma cercetării importanței gestiunii așteptărilor inflaționiste în procesul de optimizare a politicii monetare, și, respectiv, recomandările formulate poartă un caracter de propunere și sugestii pentru autoritatea monetară din Republica Moldova în vederea optimizării politicii monetare promovate sub regimul de țintire directă a inflației. Concluziile și propunerile se bazează pe rezultatele obținute în cadrul tezei, din analiza situației actuale din Republica Moldova și a simulărilor efectuate și reflectă atingerea obiectivelor propuse.

Noutatea și originalitatea științifică a lucrării constă în furnizarea unor soluții, inclusiv cele determinate de modele econometrice și fundamentate teoretic cu privire la optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste. Originalitatea științifică decurge din accentul actual, care se pune pe plan național și internațional, marcat de implicația așteptărilor inflaționiste în formarea prețurilor, punând povara pe băncile centrale în gestiunea acestora.

În acest context, noutatea științifică poate fi dezagregată pe următoarele elemente:

1. Conceptualizarea teoretică a necesității gestiunii așteptărilor inflaționiste în vederea stabilirii unui model optim de politică monetară;
2. Fundamentarea noțiunii de optimalitate din perspectiva macroeconomică cu identificarea specificității conceptului de politică monetară optimă;
3. Identificarea bunelor practici de optimizare a politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste;
4. Evaluarea cadrului de politică monetară în Republica Moldova, cu identificarea posibilităților de optimizare a acesteia, prin introducerea conceptului de așteptări inflaționiste raționale, inclusiv analiza volatilității procesului inflaționist prin modelul heteroscedastic GARCH;
5. Concretizarea responsabilității legale a autorității monetare din Republica Moldova, alături de cuantificarea gradului de independență și transparență a BNM și formularea recomandărilor în direcția sporirii transparenței BNM, orientată spre formarea și consolidarea așteptărilor inflaționiste raționale;
6. Identificarea oportunității influenței așteptărilor inflaționiste mixte de tipul backward și forward-looking asupra procesului inflaționist din Republica Moldova;

7. Simularea unui model econometric causal cu integrarea așteptărilor inflaționiste în Republica Moldova și identificarea rolului acestora în procesul de formare a prețurilor;
8. Evaluarea econometrică a modului în care așteptările inflaționiste sunt capabile de a cauza evoluția procesului inflaționist și deducerea importanței includerii acestora în modele de analiză și prognoză aplicabile la evaluarea și stabilirea politicii monetare din perspectiva optimizării acesteia.

Valoarea teoretică a lucrării se rezumă la:

- definirea exhaustivă a conceptului de politică monetară optimă;
- sistematizarea teoriilor economice, în materia așteptărilor inflaționiste, cu identificarea raționamentelor aplicării acestora din perspectiva optimizării politicii monetare în condițiile actuale;
- argumentarea necesității condiționale a independenței, transparenței și responsabilității băncii centrale, în contextul mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste;
- formularea mecanismului de constituire a așteptărilor inflaționiste din perspectiva identificării rolului și locului băncii centrale în gestiunea acestora.

Valoarea aplicativă a cercetării rezidă în:

- propunerea unui mecanism de gestiune a așteptărilor inflaționiste bazat pe un grad sporit de independență, transparență și responsabilitate;
- cuantificarea gradului de independență și transparență a autorității monetare din Republica Moldova cu identificarea punctelor forte și vulnerabile;
- confirmarea econometrică a relației cauzale dintre așteptările inflaționiste și evoluția procesului inflaționist (exemplul Cehiei și Poloniei);
- simularea unui model econometric causal cu includerea așteptărilor inflaționiste, adaptat situației din Republica Moldova;
- rezultatele obținute în cadrul cercetării poartă un caracter de recomandare pentru banca centrală din Republica Moldova, conferind o nișă de optimizare a politicii monetare pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste.

Rezultatele analitice și sintezele, expuse în teză și reprezentate prin scheme, indicatori și modele econometrice, sunt utile pentru studenți, masteranzi, doctoranzi, specialiști și experți în domeniul de cercetare.

Aprobarea rezultatelor. Abordările teoretice și metodologice, concluziile și recomandările, menționate în cadrul tezei, au fost reflectate în cadrul cercetărilor științifice publicate în revistele naționale și internaționale, precum și susținute în contextul conferințelor și simpozioanelor, al

manifestărilor științifice atât pe plan național, cât și internațional. Autorul a publicat 13 cercetări și studii științifice asociate subiectului fundamental al tezei cu un volum total de 6,62 c.a. În același timp, autorul a participat la 14 cursuri, seminare și workshop-uri organizate de instituțiile internaționale și băncile centrale – Fondul Monetar Internațional, Institutul Asociat din Viena, Banca Națională a Poloniei, Bundesbank, consolidând astfel, cunoștințele în domeniul temei cercetate și, totodată, în cadrul unora a susținut prezentări aferente promovării și comunicării politicii monetare în Republica Moldova.

Totodată, rezultatele cercetării au fost prezentate autorității de resort în domeniu, fiind susținute și apreciate de Banca Națională a Moldovei și de Academia de Studii Economice a Moldovei, fapt confirmat prin certificatele de implementare anexate la teza respectivă.

Principalele idei, comentarii și rezultate din teză au fost prezentate în cadrul următoarelor manifestări științifice:

1. *„Dezvoltare prin cercetare și inovare - 2020”* // Conferință științifică internațională, ediția I-a din 28 august 2020; Chișinău, Republica Moldova; titlul articolului - *„Econometric Assesment of the Effectiveness of Monetary Policy Rate on Price Stability”*, organizator – Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, Republica Moldova.

2. *„Dezvoltarea Economico-Socială Durabilă a Euroregiunilor și a Zonelor Transfrontaliere”* // Conferință științifică internațională, ediția XVI-a din 30 octombrie 2020; Iași, România; titlul articolului - *„Rolul așteptărilor inflaționiste în cadrul procesului inflaționist din Republica Moldova”*, organizator – Institutul de Cercetări Economice și Sociale „Gh. Zane”, Academia Română, Filiala Iași, România.

3. *„International Scientific and Practical Conference „Internal Control within Financial Institutions in the Context of the New Regulatory Framework and Technology Challenges”* // Conferință științifică internațională din 22-23 martie 2019; Chișinău, Republica Moldova; titlul articolului - *„The Econometric Study of Inflation Volatility from the Perspective of Monetary Policy Optimisation”*, organizator – Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, Republica Moldova.

4. *„Dezvoltarea Economico-Socială Durabilă a Euroregiunilor și a Zonelor Transfrontaliere”* // Conferință științifică internațională, ediția XIV-a din 9 noiembrie 2018; Iași, România; titlul articolului - *„Determinarea impactului așteptărilor inflaționiste asupra evoluției inflației prin utilizarea modelului econometric VAR”*, organizator – Institutul de Cercetări Economice și Sociale „Gh. Zane”, Academia Română, Filiala Iași, România.

5. „*Simpozionul Științific al Tinerilor Cercetători*” // Ediția XVI-a din 27-28 aprilie 2018; Chișinău, Republica Moldova; titlul articolului - „*Optimization of monetary policy through the inflation expectations management*”, organizator – Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, Republica Moldova.

6. „*Accounting and Finance –The Global Languages in Business*” // Conferință științifică internațională, ediția III-a din 23 martie 2018; Pitești, România; titlul articolului - „*Optimal Monetary Policy: Theoretical and Practical Aspects*”, organizator – Universitatea „Constantin Brâncoveanu” din Pitești, România.

7. „*Competitivitatea și Inovarea în Economia Cunoașterii*” // Conferința științifică internațională din 22-23 septembrie 2017; Chișinău, Republica Moldova; titlul articolului - „*Dimensiuni de evaluare a politicii monetare prin prisma pilonilor fundamentali ai regimului de țintire a inflației*”, organizator – Academia de Studii Economice a Moldovei, Chișinău, Republica Moldova.

8. „*Asigurarea Viabilității Economic-Manageriale pentru Dezvoltarea Durabilă a Economiei Regionale în Condițiile Integrării în UE*” // Conferința științifică internațională din 15-16 septembrie 2017; Bălți, Republica Moldova; titlul articolului - „*Rolul anticipărilor inflaționiste în formarea opțiunilor de politică monetară*”, organizator – Universitatea de Stat „Alec Russo” din Bălți, Republica Moldova.

9. „*2017 International Conference on Non-Bank Finance*” // Conferință științifică internațională din 25-26 mai 2017; București, România; titlul articolului - „*Study on central bank transparency from the perspective of targeting price stability (Case study on Republic of Moldova)*”, organizator – Autoritatea de Supraveghere Financiară Română în colaborare cu Academia de Studii Economice din București și Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași, București, România.

10. „*Cross-boarder regional development in the system of cross-boarder cooperation*” // Conferință științifică internațională din 27-28 aprilie 2017; titlul articolului - „*Rolul independenței băncii centrale în promovarea politicii antiinflaționiste (cazul Republica Moldova)*” organizator – Chernivtsi Institute of Trade and Economics of KNUTE în cooperare cu Universitatea de Stat „Alec Russo” din Bălți.

11. „*Financial and Monetary Economics EFM 2016*” // Conferință științifică internațională din 21 octombrie 2016; București, România; titlul articolului - „*Central Bank Communication – a Challenge for the Direct Inflation Targeting Regime (Case study on Republic of Moldova)*”, organizator – Centrul de Cercetări Financiare și Monetare a Academiei Române „Victor Slăvescu”, București, România.

1. ABORDAREA TEORETICO-CONCEPTUALĂ A POSIBILITĂȚII OPTIMIZĂRII POLITICII MONETARE PRIN PRISMA GESTIUNII AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE

1.1. Dimensiuni teoretice de optimalitate a politicii monetare

Promovarea unei politici monetare optime, capabile să asigure realizarea unei inflații stabile și reduse, a constituit o preocupare persistentă a băncilor centrale și a mediului academic. Asumând rolul indispensabil al stabilității prețurilor în alocarea resurselor și distribuția veniturilor în economie cu repercusiuni asupra creșterii economice de durată, băncile centrale sunt nevoite să-și consolideze eforturile în direcția valorificării acestui optim al politicii monetare de natură să atingă scopurile propuse. Literatura de specialitate în domeniu a definitivat o varietate extinsă a abordărilor asociate unei politici monetare optime, dar, din perspectiva unui singur determinant, luat ca reper în fundamentarea acesteia. În acest context, autorul și-a propus să studieze abordările respective în vederea definitivării de ansamblu a unei politici monetare optime.

Trebuie menționat faptul că, în vederea conferirii consistenței și viabilității subiectului cercetat, a fost studiat termenul de optimizare și celor rudimentare, precum optim, optimalitate.

În literatura de specialitate s-a conturat persistența conceptului de optimalitate a lui Pareto, care a fost fundamentat de economistul Vilfredo Pareto. Teoria presupune o situație în care nu se poate face nicio îmbunătățire ulterioară a bunăstării societății printr-o realocare a resurselor care îmbunătățește cel puțin o persoană, fără a înrăutăți pe altcineva.

Pe de altă parte, în cercetările sale Ногин [189] afirmă că principiul de optimalitate al lui Pareto are limite bine definite de aplicabilitate și utilizarea lui în rezolvarea unor sarcini este riscantă sau chiar inacceptabilă. Utilizarea acestuia se efectuează pe scară largă, preponderent pe nișa microeconomică, în domeniul științei și tehnologiei, în inginerie sau proiectare. Băncile utilizând metoda de optimalitate al lui Pareto aleg cea mai optimă investiție, iar agenții economici au posibilitatea de a planifica activitatea în funcție de identificarea și realizarea celui mai optim program economic.

Branke, J., Deb, K. [37] în studiile sale au ajuns la concluzia că multe probleme de optimizare din lumea reală trebuie să ia în considerare mai multe sarcini simultan. Până în prezent, cea mai mare parte a literaturii despre optimizarea evolutivă multi-obiectivă se bazează pe principiul optimalității lui Pareto, care presupune practic că nu sunt disponibile cunoștințe despre preferințele utilizatorilor. În consecință, se încearcă găsirea tuturor soluțiilor Pareto optime. După ce acest set extins și divers de alternative a fost creat, decidentul își specifică preferințele prin alegerea celor convenabile.

Pornind de la argumentele sus-menționate și având raționamentul complexității aspectelor ce stau la baza promovării unei politici monetare optime, în cercetarea efectuată, s-a făcut abstracție de optimalitatea lui Pareto și, apelând la interpretările expuse în dicționarele limbii române, s-a identificat optimizarea – ca găsirea unei soluții optime pentru rezolvarea unei probleme, iar soluția optimă este cea care asigură cea mai mare eficiență, corespunzând adecvat și/sau potrivit scopurilor urmărite.

În cele ce urmează se dă curs cercetărilor efectuate la subiect.

Cercetările în domeniu au conturat dezvoltarea gândirii în materie de politică monetară în funcție de perioada de timp, evenimentele macroeconomice desfășurate la nivelul fiecărui stat în parte și cadrul legal asociat funcționării băncilor centrale.

Friedman [93] susținea că politica monetară expansionistă în anii 1960 ar conduce la o inflație ridicată și la rate ridicate ale dobânzilor. Ideile respective au contribuit semnificativ la reorientarea gândirii economice și la fundamentarea principiilor ce țin de recunoașterea de către autoritățile monetare a responsabilității sale directe în promovarea politicii monetare optime și ținerea sub control al procesului inflaționist.

Totodată, abordările teoretice și empirice aferente politicii monetare optime se regăsesc în cercetările lui Lucas și Stokey [146], în viziunea cărora o politică monetară optimă într-o economie închisă cu prețuri flexibile și concurență perfectă constă în stabilirea ratei nominale a dobânzii în proximitatea valorii zero, ceea ce, de fapt, reflectă regula conceptuală al lui Friedman. Friedman [94], efectuând o analiză pe termen lung a politicii monetare, având drept reper prețurile flexibile a ajuns la concluzia că costul oportunității de a deține bani de către agenții economici ar trebui să fie egal cu costul social al creării de bancnote suplimentare, în condițiile în care costul marginal al creării de bani suplimentari este în jurul valorii zero. În consecință, ratele nominale ale dobânzii ar trebui să fie zero. În acest sens o bancă centrală ar urma să caute o rată de deflație egală cu rata reală a dobânzii pentru obligațiunile de stat și alte active sigure, pentru a face rata nominală a dobânzii zero.

În același timp, în cercetările sale, Rotemberg și Woodford [169], Giannoni and Woodford [101] constată că o politică monetară optimă se rezumă la stabilirea ratei dobânzii potrivite, menite să reprezinte cel mai bine relația dintre inflație și deviația PIB. În timp ce Eggertsson și Woodford [79], studiind problema macroeconomică asociată ratei nominale a dobânzii pe termen scurt în proximitatea valorii zero, ajung la concluzia că așteptările inflaționiste cu angajament credibil pentru sectorul privat sunt capabile să optimizeze politica monetară în contextul respectiv.

În același timp, Kydland și Prescott [139], Barro și Gordon [20] au abordat conceptul de politică monetară optimă prin prisma *cadrelui instituțional*, apreciind rolul credibilității băncii

centrale. Totodată, au făcut referințe la teoria inconsistenței în timp, fiind una dintre cele mai importante probleme de politică care a rezultat din cercetarea privind așteptările raționale în macroeconomie. Conform acestei teorii, procesele macroeconomice fiind dinamice în timp și performanța economică fiind îmbunătățită printr-o schimbare a politicii în viitor față de ceea ce este anunțat în prezent, pune în pericol credibilitatea instituției, aducând provocări însuși la realizarea obiectivului urmărit de autorități. Cerna [48] pune în evidență problema „incoerenței temporale” a politicii monetare, punând accent pe faptul că agenții economici formează așteptările inflaționiste într-un context de informare perfectă, ceea ce la un moment dat asociat unor evenimente declanșatoare capabile să determine autoritatea să-și revizuiască conduita politicii monetare va prejudicia credibilitatea băncii centrale și astfel va diminua eficacitatea angajamentului său propus. Ca ulterior, Cerna [49, p. 6] să găsească soluția la problema dată „... *banca centrală trebuie, deci, să indice clar, în comunicarea sa cu publicul, că recunoaște că există această problemă de credibilitate (incoerență temporală)...iar, adoptarea unei strategii de țintire a prețurilor apare ca un mijloc de a rezolva problema de credibilitate menționată.*” Totodată, Mishkin [150] abordează limitarea inconsistenței în timp a politicii monetare prin declararea unei ancore nominale și respectiv formularea explicită a cadrului de politică monetară asociat.

După Svensson [177], [179] o politică monetară promovată sub regimul de țintire a inflației este considerată stabilă și optimă, dacă răspunde următoarelor trei dimensiuni:

- 1) un mandat explicit cu prioritate față de stabilitatea prețurilor;
- 2) independența operațională în vederea evitării implicațiilor politice pe termen scurt și sporirea capacității băncii centrale în direcția exercitării mandatului legal;
- 3) responsabilitatea față de guvern și public, consolidată prin transparență și comunicare explicită a acțiunilor și deciziilor de politică monetară.

Totodată, performanța politicii monetare este obținută de țările cu cele mai independente bănci centrale (Alesina și Summers [11], Cukierman [65], Cukierman [67]). Independența băncilor centrale a devenit viabilă în anii '70, atunci când majoritatea statelor lumii au înregistrat niveluri ale inflației sporite, iar consolidarea acestui concept s-a realizat pe fondul înființării Băncii Centrale Europene în anul 1998 și regăsirii acesteia în statutul băncii. Dacă în anii '40 - '50 predomina teoria keynesistă conform căreia intervenția statului în reglarea dezechilibrelor macroeconomice era puternică, atunci în perioada reorientării băncilor centrale la regimul de țintire directă a inflației, „...*procesul decizional la nivel de bancă centrală se bazează pe o puternică independență a acesteia în ceea ce privește stabilirea instrumentelor de politică monetară ... care să conducă la realizarea țintei inflaționiste*” Svensson [177, p.2].

Blinder [30], Woodford [186], Svensson [178] pun accentul pe studiul caracterului optim al strategiei de comunicare unei bănci centrale, precum și dependența acesteia de cadrul instituțional în care își desfășoară activitatea o bancă centrală, conturând rolul transparenței în sporirea eficienței politicii monetare. Cele mai însemnate studii empirice, care au reflectat sporirea transparenței băncilor centrale mondiale în ultimul deceniu, au fost efectuate de Eijffinger și Geraats [80], Dincer și Eichengreen [73], [74], [75]. Totodată, primul care a subliniat analitic interdependența dintre transparență și cadrul de politică monetară a fost Geraats [99]. Blinder [31], efectuând un sondaj cu o cuprindere a 88 bănci centrale, a concluzionat că transparența este determinantul credibilității și combaterii inflaționiste. Necesitatea comunicării pentru eficiența politicii monetare a fost aplaudată de Woodford [186] și Bernanke [24].

Procesul de transparență a băncilor centrale a cunoscut o evoluție semnificativă, de la obscuritate deliberată la o deschidere mai sporită a acțiunilor sale, afectând preponderent teoria politicii monetare. Dacă, până la începutul anilor '80, politica monetară a fost promovată în condițiile unei transparențe limitate, susținătorii căreia erau Brunner [39], Norman [160]. Atunci, ceva mai târziu, odată cu inițierea teoriei așteptărilor raționale de către R. Lucas [143], [144], [145], rolul transparenței a sporit considerabil.

Nolan și Schaling [159], făcând un studiu asupra indicelui de responsabilitate, în raport cu nivelul mediu al randamentului obligațiunilor în ultimul deceniu, considerat proxy pentru așteptările inflaționiste, fiind luate ca reper 14 țări au demonstrat analitic că băncile centrale, optând pentru independență, au redus așteptările inflaționiste pe seama creșterii responsabilității și transparenței politicii monetare.

În același timp, *așteptările inflaționiste* joacă un rol crucial în mecanismul de transmisie a politicii monetare deoarece agenții economici stabilesc prețurile și salariile pentru perioade fixe de timp, iar ancorarea așteptărilor inflaționiste este o sarcină primordială a băncii centrale în vederea asigurării stabilității prețurilor. Woodford [186, p. 12] insistă asupra faptului că „*condiționalitatea unei politici monetare de succes nu este reflectată de gestiunea ratelor dobânzilor overnight, ci de gestiunea așteptărilor inflaționiste*”, punând accent pe rolul primordial al transparenței unei bănci centrale în vederea atingerii obiectivului de politică monetară. Ancorarea așteptărilor inflaționiste a devenit prerogativa indispensabilă a băncilor centrale moderne. Jean-Claude Trichet [185] în cadrul unui speech susținut la Universitatea din München, fiind în perioada respectivă președintele Băncii Centrale Europene afirma că „*Este absolut esențial să ne asigurăm că așteptările inflaționiste rămân ferm ancorate în conformitate cu stabilitatea prețurilor pe termen mediu*”. Ben Shalom Bernanke [25], fiind președintele Sistemului Federal de Rezervă, este adeptul ideii că așteptările inflaționiste

influențează în mare măsură inflația actuală și, respectiv, capacitatea băncii centrale de a asigura stabilitatea prețurilor și susține cu certitudine afirmațiile lui Mishkin [152, p.12], precum „*Odată cu ancorarea așteptărilor inflaționiste, orice șoc asupra inflației – fie că este vorba de cererea agregată, prețurile la energie sau cursul valutar – va avea un efect mai mic asupra inflației așteptate și, prin urmare, asupra trendului inflației*”. Totodată, punând accent pe raționamentul conform căruia așteptările inflaționiste reprezintă un instrument util cu implicații din partea credibilității și cadrului instituțional al unei bănci centrale în vederea combaterii cu inflația. Totodată, guvernatorul Băncii Centrale a Angliei M. King [136, p.7] în cadrul unui speech susține că „... *influența reală a politicii monetare este mai puțin efectul oricărei decizii lunare asupra ratelor dobânzii și mai mult capacitatea cadrului de politică monetară de a condiționa formarea așteptărilor inflaționiste*”.

Khan și alții [135] au studiat problema politicii monetare optime în modele cu concurență monopolistă pe fondul așa numitor prețuri „sticky” și au constatat necesitatea reducerii volatilității inflației la zero în contextul stabilității nivelului prețurilor, punând în evidență importanța obiectivului politicii monetare în eficiența acesteia.

Monitorizarea politicii monetare sub aspectele teoretice și practice a reiterat existența și funcționalitatea unui șir de obiective finale ale băncilor centrale pe parcursul deceniilor, precum creșterea economică durabilă, ocuparea deplină a forței de muncă, stabilitatea ratelor dobânzilor, stabilitatea externă exprimată prin stabilitatea cursului de schimb și sustenabilitatea balanței de plăți, stabilitatea sistemului financiar, pe când în prezent băncile centrale unanim urmăresc asigurarea și menținerea stabilității prețurilor. Clarificarea faptului că *stabilitatea prețurilor este obiectivul primordial al politicii monetare* pe termen mediu oferă un punct central pentru deciziile optime de politică monetară și contribuie la responsabilizarea băncii centrale în asigurarea acestui obiectiv.

Bernanke și alții [27] și Levin [140] au pus în evidență beneficiile unui obiectiv pe termen mediu clar definit. Stipularea în legea băncii centrale și urmărirea multiplelor obiective fără a identifica superioritatea unuia dintre acestea, prejudiciază claritatea activității și deciziilor băncii centrale și în acest sens pot apărea compromisuri de acțiuni în defavoarea stabilității prețurilor. În măsura în care sunt urmărite multiple obiective de politică monetară, fără identificarea superiorității unuia dintre acestea, băncile centrale devin vulnerabile în atingerea cu succes a tuturor obiectivelor, și, respectiv, politica monetară nu capătă un caracter optim. Obiectivele asociate stabilității prețurilor și gradului ridicat de ocupare a forței de muncă ar putea fi justificate ca complementare, decât concurente, astfel încât nu există nici un compromis între obiectivele stabilității prețurilor și ocupării forței de muncă, așa-numitul dublu mandat pe care-l practică Sistemul Rezervelor Federale [153].

Totodată, Glastra [102, p.4] susține că „Controlul performanței este facilitat, în primul rând, de existența unui singur scop, mai degrabă decât a mai multor obiective (sau de clasificarea lor neechivocă) și, în al doilea rând, de existența unui obiectiv clar declarat și obiectiv statutar definit restrâns. Anunțarea unui singur obiectiv (sau a unui obiectiv principal), mai degrabă decât a mai multor obiective neclasificate, permite autorităților și opiniei publice să controleze performanța mai eficient. Este mai ușor să controlezi o țintă definită restrâns decât un obiectiv definit pe scară largă.”.

În contextul acestor raționamente, de remarcat că, o alternanță a obiectivelor fundamentale în concordanță cu ciclicitatea macroeconomică ar fi una contrară promovării eficiente a politicii monetare, dar și tehnic imposibilă. În același timp, urmărirea concomitentă a mai multor obiective fundamentale ar reduce drastic din optimalitatea politicii monetare.

Din cele expuse anterior, se constată definirea **politicii monetare optime prin impact pe fundalul cadrului instituțional**.

Totodată, un optim de politică monetară poate fi valorificat pe latura conformării *criteriilor* teoretice, care au fost valorificate la maximum de economiștii clasici și contemporani. În această ordine de idei, o politică monetară din perspectiva optimalității se bazează pe modelul lui Mundell-Fleming sau *teoria trinității imposibile* (Fig. 1.1).

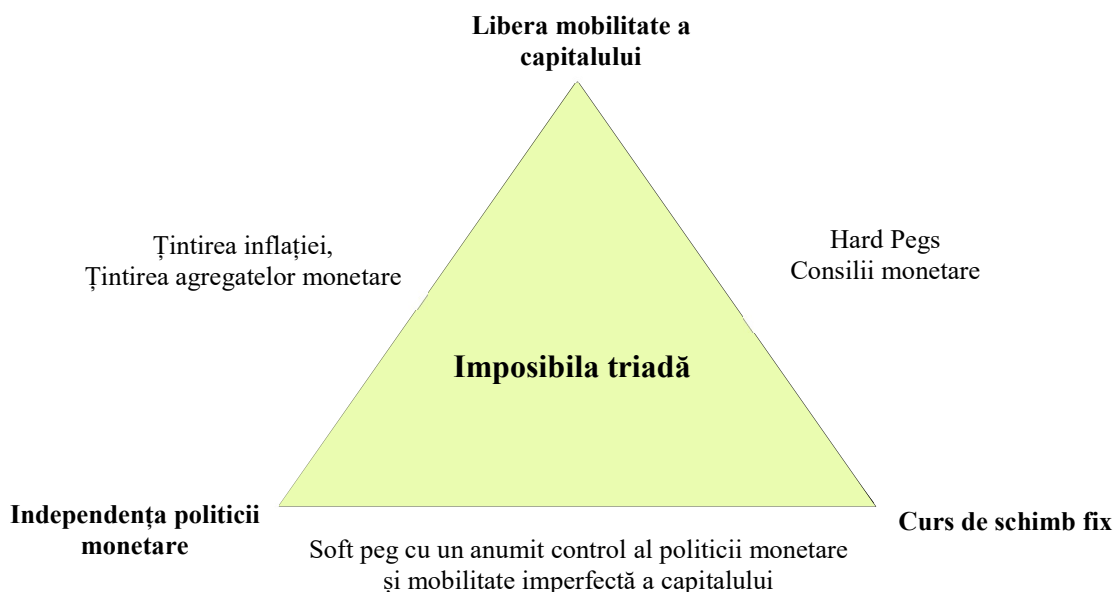


Figura 1.1. Modelul lui Mundell-Fleming și imposibila triadă aferentă cadrului de politică monetară

Sursa: [23, p.17]

În anii '60, economiștii Robert Mundell [157] și Marcus Fleming [89] au pus bazele teoriei respective, valorificând relațiile dintre ratele de schimb, fluxurile de capital și independența politicii monetare. Modelul Mundell-Fleming original presupunea existența unor limitări și neajunsuri semnificative. În principal, făcea abstracție de la așteptările piețelor financiare și prevedea rigiditatea prețurilor pe termen scurt. Obstfeld, Taylor [162] și Obstfeld [161] au dezvoltat această teorie, valorificând-o ca o trilemă a politicii macroeconomice, găsind că implicația naturală a trilemei determină prevalarea mobilității capitalului în contextul unui sprijin fie pentru un regim de politică monetară asociat ratei fixe de schimb, fie pentru un regim monetar independent în detrimentul cursului de schimb fix. Ulterior, Rey [166] susține că trilema nu este atât de simplă pe cât pare. În viziunea economistului majoritatea țărilor se confruntă cu doar două opțiuni sau cu o dilemă, deoarece fixarea cursului nu este o practică eficientă, fapt care duce la concentrarea asupra relației dintre politica monetară independentă și fluxul liber de capital.

Imposibila triadă subliniază problemele de optimizare a politicii monetare alături de compromisurile implicate în deciziile de politică monetară în funcție de regimurile de politică monetară aplicate de băncile centrale. Așadar, în figura 1.1, trebuie observat faptul că optimalitatea politicii monetare este reflectată de imposibilitatea întrunirii simultane a celor trei aspecte ale politicii monetare, exprimate prin mobilitatea liberă a capitalului, un curs de schimb fix și o politică monetară independentă.

Alegerea unui regim valutar este strâns legată de regimul de politică monetară și, respectiv de cadrul asociat acestui regim. Țara care optează pentru un regim de curs de schimb fix va avea un spațiu limitat pentru o politică monetară independentă. Cu alte cuvinte, autoritățile monetare ale țării respective vor avea o capacitate limitată de a determina condițiile monetare din economie, comparativ cu cele care implementează cursuri de schimb mai flexibile.

În această ordine de idei, o bancă centrală care implementează politica monetară sub regimul de țintire a inflației și cel de țintire a agregatelor monetare va opta pentru independența politicii monetare și, respectiv, mobilitatea perfectă a capitalului în defavoarea cursului de schimb fix. Regimurile de politică monetară aferente subcategoriilor de țintire a cursului de schimb, precum hard pegs, consilii monetare, uniuni monetare vor alege mobilitatea perfectă a capitalului și respectiv un curs de schimb fix, făcând abstracție de independența politicii monetare. În acest context, banca centrală implementează politica monetară în funcție de regimul adoptat și cadrul asociat acestuia.

Adoptarea unui regim de politică monetară și argumentarea alegerii acestuia depinde de structura economiei, de conjunctura sectorului financiar-bancar, de expunerea țării la șocurile externe, și nu în ultimul rând de gradul de independență și transparență a băncii centrale, precum și de tendința

continuă a băncii centrale de consolidare a cadrului de politică monetară adoptat, univoc fiind obiectivul final de asigurare și menținere a stabilității prețurilor. În această ordine de idei, după [191] se conturează existența regimurilor de politică monetară directe și indirecte de gestiune a inflației în funcție de stabilirea ancorei nominale/ țintei inflaționiste nemijlocit sau a unor obiective intermediare, de regulă curs de schimb, oferta de monedă (Fig. 1.2). De subliniat despre existența în practică a regimului, în contextul căruia lipsește o ancoră nominală declarată în mod explicit, și respectiv banca centrală monitorizează diverși indicatori în desfășurarea politicii monetare [191].

Cuhal R., Cuhal V. [63] în lucrarea *Obiectivele politicii monetare ale Băncilor Centrale* argumentează că „o importanță primordială în promovarea politicii monetare o reprezintă alegerea obiectivelor intermediare și operaționale, acestea precizând direcția și măsura în care mijloacele de acțiune disponibile ale băncii centrale, adică instrumentele politicii monetare, pot fi utilizate, și anunțând publicul asupra orientării politicii monetare”.

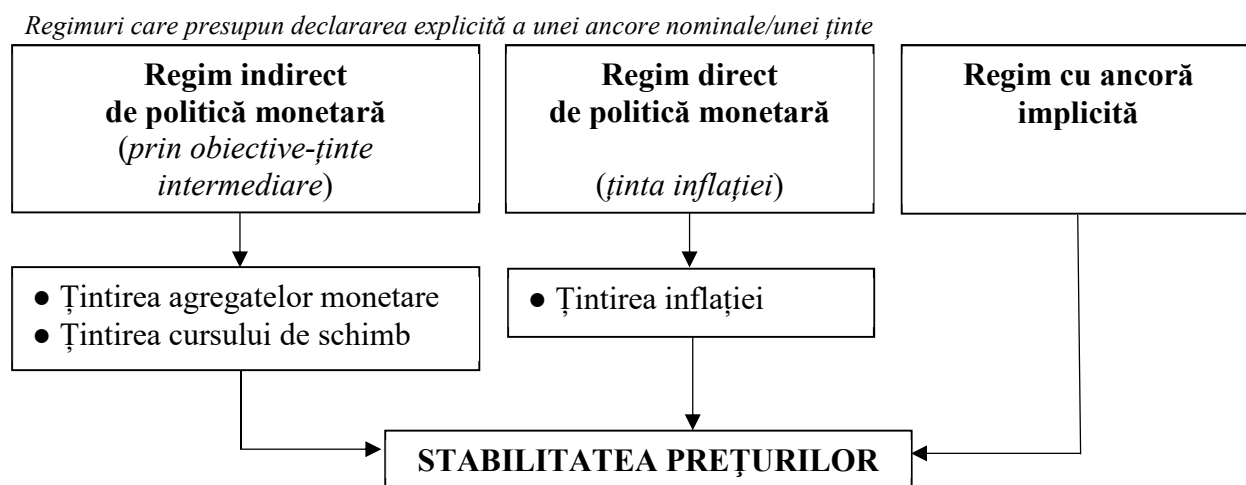


Figura 1.2. Regimurile de politică monetară clasificate în funcție de ancore asumate de băncile centrale

Sursa: elaborată de autor

Regimul de țintire a agregatelor monetare – fundamentează cadrul de politică monetară conform căruia pe termen lung nivelul prețurilor este influențat de creșterea ofertei de monedă și este condiționat de evoluția unui anumit agregat monetar în implementarea politicii monetare, fiind anunțat și setat cantitativ ca țintă intermediară. În același timp, regimul implică formularea unui mecanism de măsuri de natură să limiteze devierile mari de la țintele agregatelor monetare luate drept obiectiv intermediar.

Adoptarea ancorei monetare bazate pe monitorizarea agregatelor monetare are la bază teoria cantitativă identificată de ecuația schimbului, conform căreia, pe termen lung, creșterea nivelului

prețurilor este determinată de creșterea înregistrată la nivelul ofertei de monedă. Pentru aceasta, autoritatea monetară este responsabilă în alegerea unui agregat elocvent situației financiare și economice create în țară în vederea asigurării unui anumit nivel de creștere a masei monetare.

Un alt dezavantaj al acestei strategii este reflectat de faptul că dinamica agregatelor monetare nu este capabilă de a determina integral ritmul real al creșterii prețurilor, de asemenea existența unui lag temporar semnificativ între modificarea ofertei monetare și reacția inflației, limitează autoritatea monetară de a deține capacitatea completă în vederea reacționării prompte la riscurile și incertitudinile ce pot surveni în perioada următoare.

Canalul elocvent de transmisie a politicii monetare în contextul regimului de țintire a agregatelor monetare este reflectat de canalul creditului, dat fiind faptul că relația dintre masa monetară și creditele acordate în economie de către băncile licențiate este direct proporțională.

Strategia respectivă poate fi ușor monitorizată datorită disponibilității informației cu privire la respectarea băncii centrale a angajamentului cu privire la țintă. În această ordine de idei, compararea țintei cu valoarea agregatului respectiv transmite periodic semnale populației cu privire la situația politicii monetare și a intențiilor autorităților cu privire la inflație. Aceste evenimente ajută la stabilirea unor anumite așteptări inflaționiste și permit gestiunea inflației. Eficiența aplicării unui astfel de regim de politică monetară implică existența unui cadru economic care să permită manifestarea unei legături stabile și previzibile între agregatul monetar avut în vedere și nivelul inflației, asigurând astfel procesul de comunicare a băncii centrale cu publicul larg în vederea asigurării și menținerii credibilității și predictibilității băncii centrale. Cu toate avantajele enumerate, Mishkin [150] în cercetarea sa pune accent pe insuccesul acestui regim în controlul inflației făcând referire la experiența țărilor precum SUA, Canada și Marea Britanie și anume relația neconsistentă dintre agregatele monetare și variabilele obiectiv, cum ar fi inflația sau venitul nominal, invocând aceasta ca cauza abandonării acestui regim de țările respective.

Regimul țintirii cursului de schimb este o strategie de politică monetară prin care banca centrală încearcă să imprime cursului de schimb o anumită stabilitate sau o anumită dinamică prin intermediul intervențiilor pe piața valutară în vederea „importării” unei inflații diminuate din țara monedei ancoră. Instabilitatea monetară în contextul practicii internaționale a contribuit la definitivarea unor categorii mixte de strategii de țintire a cursului de schimb, acestea fiind reflectate într-o clasificare mai amplă expusă în Raportul AREAER elaborat anual de Fondul Monetar Internațional [191], [40] (Anexa 1).

Acest sistem de clasificare al regimului de țintire al cursului de schimb este fundamentat în baza gradului de flexibilitate și de existență a unor angajamente formale sau informale a ratei de

schimb. Aceasta face distincția atât între diferite forme de regimuri a cursului de schimb, precum și contribuie la evaluarea implicațiilor alegerii aranjamentului cursului de schimb în vederea cuantificării gradului de independență a politicii monetare.

După Mishkin [150] avantajele acestui regim se rezumă la: 1) ancora nominală a unei ținte a cursului de schimb fixează rata inflației pentru mărfurile tranzacționate la nivel internațional și, astfel, contribuie direct la menținerea sub control a inflației; 2) în situația în care ținta cursului de schimb este credibilă, aceasta ancorează așteptările inflaționiste la rata inflației din țara-ancoră la a cărei monedă este legată; 3) o țintă a cursului de schimb oferă o regulă automată pentru conduita politicii monetare care evită problema inconsistenței în timp. La cel din urmă beneficiu, face referire la optimalitatea conduitei politicii monetare de înăsprire în cazul persistenței tendinței de depreciere a monedei naționale sau o relaxare a politicii când există tendința de apreciere a monedei naționale. În acest sens, politica monetară nu mai este atât de discretă care poate condiționa urmărirea unei politici expansioniste pentru a obține câștiguri de angajare care duc la inconsistența în timp. 4) ținta cursului de schimb are avantajul simplității și clarității, ceea ce face recepționarea politicii monetare de către public într-un mod accesibil și ușor. Totodată, dezavantajul esențial constă în faptul că țintirea cursului de schimb în țările emergente este de natură să promoveze instabilitate financiară, care poate fi extrem de distructivă pentru economie. În acest context, riscurile asociate sunt reflectate de impactul negativ al deprecierei asupra majorării datoriilor denominate în dolari, pe când aprecierea monedei poate contribui la deteriorarea balanței comerciale. Ca urmare aceasta induce necesitatea promulgării unor reglementări și supravegheri prudente a instituțiilor financiare care să asigure capabilitatea sistemului bancar de a absorbi șocurile cursului de schimb. [150]

Regim de politică monetară cu ancoră implicită – reflectă o strategie de politică monetară cu ancoră implicită care nu presupune anunțarea publică a unei ancore și implementarea acesteia se face în dependență cu o strictă ajustare a instrumentelor de politică monetară de obicei la o creștere economică sustenabilă în concordanță cu un nivel scăzut al inflației. Majoritatea țărilor care aplică astfel de regim sunt foarte aproape de țintirea directă a inflației. Carare, Stone [44] în lucrarea sa fac referință la regimul *eclectic de țintire a inflației*, plasând în categoria respectivă Banca Centrală Europeană și Sistemul Federal de Rezervă, argumentând că băncile respective se bucură de o credibilitate atât de înaltă încât sunt capabile de a menține o inflație joasă și stabilă fără o transparență și responsabilitate cu privire la o țintă a inflației. Totuși, din decembrie FOMC și-a declarat ținta pentru rata fondurilor federale într-un interval de 25 de puncte de bază. De menționat că, la astfel de strategie a aderat alături de SUA, și Japonia, Elveția.

Țintirea directă a inflației urmărește țintirea directă a obiectivului final – rata inflației și este bazată pe principiul de forward-looking, de aici și apare indispensabilitatea așteptărilor inflaționiste în gestiunea procesului inflaționist. Conform AREAER [191, p. 51], deciziile de politică monetară în contextul acestui regim sunt ghidate de abaterea prognozei inflației de la ținta anunțată a inflației, prognoza inflației acționând (implicit sau explicit) ca țintă intermediară a politicii monetare. Regimul respectiv prezintă mai multe avantaje față de celelalte regimuri. Comparativ cu regimul de țintire a cursului de schimb, țintirea directă a inflației permite politicii monetare să reacționeze la șocuri atât interne, cât și cele externe.

Strategia de țintire a inflației implică utilizarea informației totale disponibile parvenite atât din mediul intern cât și cel extern. Asemenea regimului gestionării ferme a cursului de schimb, țintirea inflației poate fi ușor înțeleasă de public dar cu condiționalitatea unei transparențe și independențe sporite a autorității monetare. Angajamentul instituțional implică sprijin legislativ pentru o bancă centrală a cărei statut ar trebui să conțină două stipulări de bază: 1) izolare suficientă a procesului decizional al băncii centrale; membrii Consiliului de administrație ar trebui nominalizați pe termen lung și protejați de disponibilizări arbitrare și 2) oferirea băncii centrale control complet și exclusiv asupra stabilirii instrumentelor politicii monetare.

În corespundere cu Raportul AREAER al FMI [191, p. 52], cadrul de responsabilitate asociat regimului de țintire a inflației impune obligativitatea băncii centrale în explicarea conduitei sale de politică monetară promovate în atingerea țintei inflaționiste. În acest sens, guvernatorul sau reprezentanții board-ului băncii centrale sunt obligați să se prezinte în fața Parlamentului sau a uneia dintre comisiile sale pentru a explica deciziile și acțiunile de politica monetară adoptate. Totodată, se pune accent asupra exigenței raportărilor către Parlament și guvern a executării țintei inflaționiste și metodelor de readucere a inflației actuale la țintă în situația în cazul persistă discrepanțe semnificative dintre inflație și ținta acesteia prin intermediul așa numitor „open letters”.

Mishkin [150] făcând o generalizare a literaturii în domeniu subliniază că gestionarea optimă a regimului de țintire a inflației presupune combinația elementelor: 1) anunțarea publică a țintelor cantitative pe termen mediu pentru inflație; 2) un angajament instituțional față de stabilitatea prețurilor ca obiectiv principal, pe termen lung, al politicii monetare și pentru atingerea obiectivului de inflație; 3) o strategie de informare incluzivă; 4) transparență sporită a strategiei de politică monetară prin comunicarea cu publicul și piețele despre planurile și obiectivele factorilor de decizie monetară; și 5) responsabilitate sporită a băncii centrale pentru atingerea obiectivelor sale de inflație.

Criticii acestei strategii cred că țintirea inflației este prea rigidă și provoacă variabilitatea producției. După Goodhart și Vinals [104] principala problemă a acestui regim constă din existența

de lag-uri de timp considerabile dintre aplicarea instrumentelor de politică monetară și, respectiv, obținerea efectului scontat asupra ratei inflației pe de o parte și persistența incertitudinilor, atât în ceea ce privește șocurile viitoare, cât și în ceea ce ține de structura sistemului economic în ansamblu, punând accent pe lacuna asigurării controlului eficienței acțiunilor întreprinse de banca centrală.

Revenind la abordările de optimalitate a politicii monetare în literatura de specialitate, de menționat despre conturarea *regulii de politică monetară a lui Taylor* [182], care presupune că rata de politică monetară constituie o funcție determinată de abaterea inflației de la țintă și deviația PIB. Taylor [182] a subliniat că o regulă de acest tip a avut proprietăți dezirabile și, în special, ar stabiliza inflația numai dacă coeficientul privind decalajul inflației depășește unitatea. Cu alte cuvinte, inflația va rămâne sub control doar dacă ratele reale ale dobânzilor vor crește ca urmare a creșterii inflației.

$$i_t = i + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta y_t \quad (1.1)$$

Unde i_t – nivelul ratei dobânzii în perioada t ; i – nivelul țintă al ratei dobânzii; π_t – rata inflației la momentul t ; π^* – ținta inflației; y_t – deviația PIB; α și β – coeficienți.

Suplimentar, e necesar de remarcat că *cadrul conjunctural* exemplificat prin potențialul productiv și economic al țării, pe fondul ciclurilor economice, trebuie luat în calcul la definitivarea cursului optim al politicii monetare. În contextul deducțiilor asociate interdependențelor dintre procesele macroeconomice, de menționat că în cazul boom-ului economic, atunci când produsul intern brut real depășește nivelul său potențial, sunt generate presiunile inflaționiste pe fundalul excesului de cerere și în vederea răspunderii la cererea respectivă, potențialul productiv sporește în condițiile în care economia activează peste capacitățile sale (Fig. 1.3.).

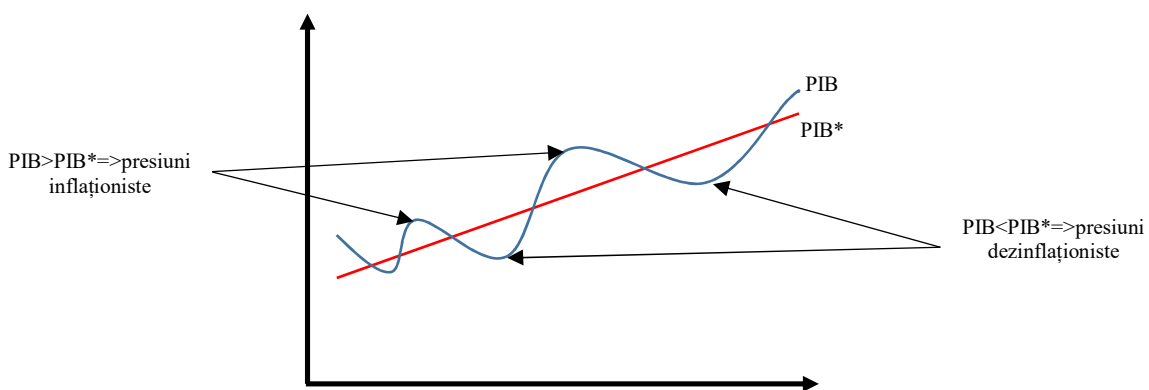


Figura 1.3. Orientarea optimă a politicii monetare în funcție de evoluția activității economice
 Sursa: elaborată de autor

În acest caz, pornind de la capabilitatea autorității montare de analiză și prognoză în determinarea presiunilor inflaționiste pe termen mediu generate de deviația produsului intern brut și luând ca reper perioada de transmisie (lag-ul) a impulsurilor de politică monetară este implicită și inevitabilă reacția oportună a băncii centrale prin caracterul restrictiv al politicii monetare prin majorarea ratei dobânzii, în consecință limitarea creditării și investițiilor și, respectiv contribuind la consolidarea procesului de economisire. Și situație inversă, o deviație PIB negativă evidențiată prin recesiune sugerează că economia se dezvoltă la nivelul inferior celui potențial, generând presiuni dezinflaționiste. În acest context, anticipând aceste presiuni, măsurile de politică monetară devin expansioniste la momentul oportun prin diminuarea ratei dobânzii, contribuind astfel la stimularea procesului creditar și investițional și la restabilirea echilibrului economic și la creșterea economică, urmărind totodată prevenirea diminuării inflației sub limitele impuse de autoritatea monetară. Deviația PIB deseori este interpretată în literatura de specialitate ca fiind un indicator ce cuantifică gradul de presiune a inflației în economie și reflectă o corelație între economia reală și inflație.

Un alt aspect al cadrului conjunctural îi revine politicii fiscale și altor politici macroeconomice ale statului. O eventuală austeritate a politicii fiscale se va reflecta în sporirea presiunilor inflaționiste și în consecință va determina caracterul restrictiv al politicii monetare. Astfel, Isărescu [126, p.11] susține că *„Fără sprijinul altor politici economice, politica monetară ar putea întâmpina dificultăți în asigurarea într-o manieră sustenabilă a unei inflații reduse. Altfel spus, este posibil ca stabilitatea prețurilor să fie realizată în detrimentul altor echilibre macroeconomice, ceea ce se poate dovedi în ultimă instanță un proces autoreversibil.”*

O latură conjuncturală care ar afecta optimalitatea politicii monetare este situația de pe piața muncii. Friedman [93] și Phelps [164] au recunoscut că va exista un compromis pe termen scurt între inflație și șomaj. Dar pe termen lung, curba lui Phillips este verticală și politica monetară este incapabilă de a stimula ocuparea forței de muncă. Banca centrală în vederea atenuării presiunilor inflaționiste promovează o politică monetară restrictivă cu implicații asupra reducerii producției reale și cu repercusiuni asupra ocupării forței de muncă, contribuind astfel la sporirea ratei șomajului. Aceasta a găsit reflectare în curba inițială a lui Phillips, conform căreia adoptarea politicii monetare se efectua în funcție de caracterul curbei în vederea obținerii unei economii în direcția solicitată de politica generală a statului, adică o diminuare a inflației se făcea pe seama sporirii șomajului, și invers o majorare a inflației era asociată reducerii ratei șomajului. Teoria respectivă a conferit un rol important politicii monetare, însă teoria monetară a evoluat considerabil odată cu introducerea termenului de așteptări inflaționiste, alături de cost marginal.

În același timp, trebuie menționat faptul că evoluția inflației și implicit caracterul politicii monetare depinde și de factori conjuncturali externi, de condițiile economice și monetare mondiale, precum și de cotațiile internaționale la resursele energetice, produsele alimentare și materiile prime, îndeosebi în cazul țărilor importatoare de acestea.

Aspectele aferente *cadrlui operațional* contribuie la definitivarea unei politici monetare prin impact. Iar optimalitatea acesteia depinde de gradul de ajustare și dezvoltare a mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară, instrumentele de politică monetară aplicate, modelul utilizat de prognoză și, nu în ultimul rând, definirea explicită a unei ancore nominale, fie agregatul monetar, fie rata inflației, fie rata de schimb, în funcție de regimul de politică monetară aplicat.

Din cele menționate anterior, se conturează lipsa unei definiții explicite a politicii monetare optime în cadrul literaturii de specialitate. În acest context, autorul identifică și conceptualizează aspectele definitorii ale politicii monetare optime prin factori, impact și criterii luând ca reper cadrul conjunctural, instituțional și cel operațional asociat activității băncii centrale (Tabelul 1.1).

Tabelul 1.1. Definirea conceptului de politică monetară optimă luând ca reper cadrul conjunctural, instituțional și cel operațional

	Politică monetară optimă prin		
	Factori	Impact	Criterii
Cadrul conjunctural	1. Potențialul economic autohton; 2. Politica fiscală și alte politici macroeconomice; 3. Mediul extern.		1. Imposibila triadă; 2. Regula lui Taylor.
Cadrul instituțional – critic pentru credibilitatea băncii centrale și gestiunea așteptărilor inflaționiste		1. Caracterul explicit al obiectivului politicii monetare; 2. Independența băncii centrale; 3. Transparența, comunicarea băncii centrale; 4. Responsabilitatea băncii centrale.	
Cadrul operațional		1. Ancoră nominală prestabilită; 2. Mecanismul de transmisie; 3. Instrumentele de politică monetară; 4. Modelele de analiză și prognoză dezvoltate.	

Sursa: elaborat de autor și publicat în Contemporary Economy Journal: Optimal Monetary Policy: Theoretical and Practical Aspects, Constantin Brancoveanu University, vol. 4(1), 2019. pp. 55-65, ISSN 2537-4222. [58]

În cele din urmă, autorul definește *politica monetară optimă – totalitatea măsurilor întreprinse/deciziilor adoptate de autoritatea monetară în funcție de cadrul conjunctural, instituțional și operațional pe cele trei segmente (factori, impact, criterii) (Tabelul 1.1) în vederea eficientizării politicii monetare și asigurării realizării obiectivului de politică monetară pe termen mediu.*

Tabelul 1.1 pune în evidență importanța cadrului instituțional în ancorarea așteptărilor inflaționiste și necesitatea independenței, transparenței și comunicării, precum și responsabilității autorității monetare în procesul de eficientizare și optimizare a politicii monetare prin impact, fiind considerați de autor pilonii credibilității unei bănci centrale în cadrul acestei cercetări. Este foarte dificil ca o bancă centrală să fie obligată să răspundă la acei piloni ai credibilității, în condițiile în care nu este definit un cadru instituțional adecvat de promovare și implementare a politicii monetare. Astfel, odată cu definitivarea explicită și lizibilă a cadrului instituțional, în contextul căruia este promovată politica monetară de natură să fie înțeles de publicul larg, banca centrală este capabilă să gestioneze așteptările inflaționiste, fiind definitivat de autor un segment de optimizare a politicii monetare prin impact.

1.2. Așteptările inflaționiste: aspecte teoretice și estimative

Evoluția continuă a teoriei și gândirii economice a pus bazele rolului și locului așteptărilor inflaționiste la nivelul micro- și macroeconomic (Tabelul 1.2). Dacă modelul keynesian făcea abstracție așteptărilor, acestea fiind considerate variabile constante, atunci monetariștii în frunte cu Friedman [93] și Phelps [164] în cercetările sale au demonstrat că așteptările inflaționiste nu pot fi considerate constante și acestea la rândul său alături de rata șomajului determină inflația curentă. Alături de neoclasici, monetariștii au criticat modelul keynesian aferent curbei lui Phillips, considerând că keynesiștii au făcut abstracție de comportamentul microeconomic în formularea procesului inflaționist. Modelul empiric a lui Friedman [93] și Phelps [164] aferent așteptărilor inflaționiste a fost abordat prin prisma aspectelor adaptive ale procesului inflaționist, bazate pe experiența trecută.

În vederea depășirii erorilor din teoria așteptărilor adaptive, este dezvoltată teoria așteptărilor raționale, bazată pe principiul de forward-looking și dezvoltată în lucrările savanților afiliați școlii neoclasice. Principalul argument adus de neoclasici care limitează și critică teoria așteptărilor adaptive susținute de monetariști a fost faptul că formarea așteptărilor aferente unui anumit proces macroeconomic nu se bazează pe evoluțiile trecute, ci sunt orientate pe informațiile de forward-looking, astfel încât agenții economici având drept scop maximizarea profiturilor vor lua decizii corecte în baza tuturor informațiilor disponibile.

Primele concepte ale teoriei respective aparțin lui Muth [158]. Muth [158, p.315] susține că „așteptările nu diferă de prognozele optime aferent celor mai bune perspective de viitor, în condițiile în care este utilizată toată informația accesibilă”. Adaptând viziunile lui Muth [158] la așteptările inflaționiste putem constata că estimativ așteptările inflaționiste raționale sunt echivalente cu valoarea inflației prognozate de autoritatea monetară, luând în calcul și totalitatea informațiilor disponibile și furnizate de aceasta.

Începând cu anii '70, conceptul aferent așteptărilor raționale a fost dezvoltat de către Lucas [143], [144], [145], Sargent și Wallace [171], demonstrând că așteptările piețelor față de acțiunile și deciziile instituțiilor publice au un rol important. Lucas [145, p.25] afirmă că „*Tot ceea ce știm despre teoria economică dinamică indică faptul că această prezumție este nejustificată. În primul rând, problema deciziei optime individuale atunci când anumiți parametri (prețuri viitoare, să zicem) urmează căi arbitrare ... atunci trebuie să atribuim indivizilor o anumită viziune asupra comportamentului valorilor viitoare ale variabilelor care le preocupă.*” Aceasta sugerează că modelele macroeconomice se fundamentează pe reguli de decizie asociate comportamentului agenților în funcție de starea economiei. Cu toate acestea, regulile respective care stau la baza deciziilor sunt direct dependente de așteptările privind politicile viitoare.

Pornind de la cercetările neoclasicilor, reprezentanții școlii neokeynesiste au continuat să valorifice incidența așteptărilor inflaționiste raționale în contextul curbei lui Phillips, ajungând la concluzia despre eterogenitatea agenților care își ajustează prețurile și, respectiv, așteptările inflaționiste în perioade diferite de timp. Astfel, Calvo [43, p.383, p.385] susține că „*o firmă individuală își stabilește prețurile în funcție de prețurile medii așteptate și excesul de cerere asociat viitorului....totodată, ... în condițiile unei previziuni perfecte, firma este capabilă să-și schimbe prețul la momentul t sub influența prețurilor stabilite de alți agenți economici și a cererii agregate*”. În același timp, Mankiw și Reis [148] în cercetarea sa ajung la concluzia precum prețurile se află în continuă schimbare, dar factorii de decizie încet își actualizează strategiile de stabilire a prețurilor ca răspuns la survenirea informațiilor actualizate.

Ulterior, adepții aceleiași școli – Roberts [167], [168], Gali, Gertler [97], Gali, Gertler, Lopez-Salido [98] în lucrările sale au subliniat și rolul așteptărilor inflaționiste adaptive în contextul procesului inflaționist, argumentând că inflația actuală este funcție dependentă atât de așteptările inflaționiste asociate inflației trecute, cât și de celor raționale. Cu toate acestea, în condițiile de incertitudine și actualizare continuă a informațiilor, așteptările au capacitatea de a se modifica.

Tabelul 1.2. Evoluția conceptului cu privire la așteptările inflaționiste în contextul teoriilor gândirii economice

Curentele și școlile gândirii economice	Autori afiliați	Idei susținute aferente așteptărilor inflaționiste	Tipul așteptărilor inflaționiste
Keynesismul	J.M. Keynes [134]	Asumarea faptului persistenței incertitudinii în viitor, ceea ce condiționează neraționalitatea agenților economici, inclusiv ceea ce ține de imposibilitatea capacităților de anticipare a acestora.	-
Monetarismul (Școala de la Chicago)	M. Friedman [93] E. Phelps [164]	Ajustarea abordărilor keynesiste aferente curbei lui Philips la interdependențele microeconomice comportamentale ale agenților economici prin introducerea așteptărilor inflaționiste în cadrul curbei.	Așteptările inflaționiste adaptive (componenta de backward-looking)
Noua economie clasică	J. Muth [158] R. Lucas [143, 144, 145] T. Sargent, N. Wallace [171] R. Barro [17] F. Kydland, E. Prescott [139]		Așteptările inflaționiste raționale (componenta de forward-looking)
Noua economie keynesiană	G. Calvo [43] N. G. Mankiw, R. Reis [148]	Preluarea conceptului de la neoclasici cu includerea viziunii existenței eterogenității agenților economici. Constatarea faptului că agenții economici își ajustează prețurile și formează așteptările inflaționiste în perioade diferite de timp.	Așteptările inflaționiste raționale (componenta de forward-looking)
	J. Roberts [167, 168] J. Gali, M. Gertler [97] și D. Lopez-Salido [98]	Susținerea conceptului de persistență a așteptărilor inflaționiste mixte, precum o parte dintre agenții economici își formează așteptările inflaționiste în funcție de valorile trecute ale inflației, ceilalți iau decizii bazate pe totalitatea informațiilor de perspectivă disponibile.	Așteptările inflaționiste adaptive (componenta de backward-looking) și așteptările inflaționiste raționale (forward-looking)

Sursa: elaborat de autor în baza sintezei literaturii de specialitate [17], [43],[93], [97], [98], [134], [139], [143], [144], [145], [148], [158], [164], [167], [168], [171]

Știința economică contemporană pune accent pe noua curbă keynesiană a lui Phillips, fiind utilizată de majoritatea băncilor centrale în modelarea procesului inflaționist. Evaluarea acestei curbe

permite determinarea gradului de influență a așteptărilor inflaționiste asupra inflației, a devierii în termeni de performanță a producătorului de la nivelul de echilibru și a altor factori determinanți, care pot fi ajustate în funcție de țara supusă analizei.

Astfel, importanța așteptărilor inflaționiste pentru rata inflației și pentru politică monetară este confirmată în noua curbă keynesiană a lui Phillips, numită astfel de Roberts în 1995. Prin urmare, capacitatea băncilor centrale de a atinge stabilitatea prețurilor este adesea legată în mod direct de capacitatea acestora de a ancora așteptările inflaționiste la țintă. În practică, așteptările inflaționiste sunt bine ancorate dacă distanța dintre așteptări și ținta de inflație este suficient de mică.

În consecință sub impactul cercetărilor în domeniu reflectate anterior, noua curbă keynesiană a lui Phillips este reprezentată prin ecuațiile:

- *Curba lui Phillips – economie deschisă*

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \eta(y_t - y_t^n) + \lambda(z_t - z_t^n) \quad (1.2)$$

unde π_{t+1} – inflația așteptată; $(y_t - y_t^n)$ – deviația PIB; $(z_t - z_t^n)$ – deviația cursului de schimb.

Ecuția 1.2 reflectă rolul așteptărilor inflaționiste în cadrul unei economii deschise, identificând faptul că inflația curentă este variabilă dependentă de deviația produsului intern brut, de așteptările inflaționiste de tipul forward-looking și de deviația cursului de schimb.

- *New-Keynesian Phillips Curve – economie deschisă și concurența monopolistă*

$$\pi_t = b_1 \pi_{t-1} + (1 - b_1) E_t \pi_{t+1} + b_2 CRM_t + \varepsilon_t^\pi \quad (1.3)$$

unde π_{t-1} este inflația trecută, adică componenta de backward-looking; π_{t+1} reprezintă inflația așteptată – componenta de forward-looking; CRM_t – cost real marginal.

$$CRM_t = b_3 \hat{y}_t + (1 - b_3) \hat{c}_t \quad (1.4)$$

unde \hat{y}_t – deviația PIB, care aproximează costul real marginal al producătorilor autohtoni; \hat{c}_t – deviația cursului real de schimb, care aproximează costurile reale marginale ale importatorilor și de fapt determină impactul inflației importate asupra evoluției prețurilor autohtone.

Ecuția 1.3 reflectă rolul așteptărilor inflaționiste în cadrul unei economii deschise în contextul concurenței monopoliste, sugerând faptul că inflația curentă este variabilă dependentă de componenta de backward-looking a inflației, de inflația așteptată de tipul forward-looking și de costul real marginal, cel din urmă fiind condiționat de deviația produsului intern brut și deviația cursului real de schimb (Formula 1.4).

Autorul apreciază poziția neoclasicilor în fundamentarea conceptului de așteptări inflaționiste raționale și încadrarea acestora în cadrul curbei lui Phillips în condițiile în care tot mai mult se pune accentul pe beneficiile procesului decizional într-un mediu informațional, care se află într-o continuă ajustare și actualizare. Totodată, autorul susține ideile promovate de neokeynesiști, în principal, de Roberts, Gali, Gertler, Lopez-Salido, precum că procesul inflaționist este dependent atât de așteptările inflaționiste raționale, cât și de valorile inflației din perioada precedentă, punând accentul astfel și asupra componentei de backward-looking a așteptărilor inflaționiste.

În opinia autorului tezei, la baza procesului de formare a așteptărilor inflaționiste stau credibilitatea în autoritatea monetară, gradul de receptivitate și de asimilare a informațiilor furnizate de banca centrală, precum și capacitatea grupurilor-țintă în utilizarea acestor informații.

Raționamentele sus-menționate pot fi argumentate prin asumările precum agenții economici și populația, deși au la dispoziție aceeași informație, conceptul de percepere a acestora este diferit, fiind dependent de gradul de educație financiară și de capacitatea de aplicare a informațiilor disponibile, astfel încât se manifestă conceptul de raționalitate limitată, introdus de către Simon [173, p. 459], conform căruia „Capacitatea minții umane de a formula și rezolva probleme complexe este foarte mică în comparație cu dimensiunea problemelor a căror soluție este necesară pentru un comportament obiectiv rațional în lumea reală – sau chiar pentru o aproximare rezonabilă la o astfel de raționalitate obiectivă”. Considerăm că agenții economici nu sunt omogeni din perspectiva preferințelor și capacităților de preluare a tuturor informațiilor comunicate de autoritatea monetară și în consecință infirmăm abordările neoclasicilor, precum agenții economici sunt perfect raționali în formarea așteptărilor inflaționiste.

Pornind de la aceste raționamente, a fost studiată literatura în domeniu asociată interdependenței dintre gradul de asimilare a informațiilor, credibilitatea instituțională și, respectiv, impactul acestora asupra formării așteptărilor inflaționiste.

După Loley A., Gurov I. [142] există patru tipuri de așteptări inflaționiste în funcție de nivelul de percepție a informațiilor furnizate și de gradul de încredere în autoritatea monetară (Fig. 1.4):

- 1) Agenții economici, consumatori, analiști cu gradul redus atât al nivelului de percepție, asimilare a informațiilor, precum și a credibilității în autoritatea monetară – specific așteptărilor adaptive;
- 2) Așteptările agenților, consumatorilor, analiștilor cu niveluri scăzute de percepție a fluxului informațional emis de banca centrală și gradul înalt de credibilitate. Așteptările respective tind spre prognozele oficiale ale inflației publicate de autoritățile monetare – specific așteptărilor adaptive cu o raționalitate limitată;

3) Așteptările agenților, consumatorilor, analiștilor cu niveluri ridicate de percepție și asimilare a fluxului informațional, alături de gradul sporit de credibilitate în acțiunile autorităților monetare – caracteristic așteptărilor raționale. Astfel, agenții raționali cu niveluri înalte de încredere în acțiunile autorităților monetare își creează așteptările în baza tuturor informațiilor disponibile pe termen lung, în special în ceea ce privește țintele de inflație, nivelul de transparență monetară, analizând mai multe date despre circumstanțele economice;

4) Așteptările agenților, consumatorilor, analiștilor cu niveluri ridicate de percepție a semnalului informațional și niveluri scăzute de credibilitate în activitățile și acțiunile autorităților monetare. Acestea sunt în conformitate cu teoria așteptărilor raționale, însă cu cât este mai mare diferența dintre inflația efectivă și ținta oficială a inflației, cu atât mai mare este neîncrederea în banca centrală și, respectiv, în deciziile de politică monetară întreprinse de autoritatea monetară. În aceste circumstanțe, banca centrală pierde din câștigurile reputaționale, punând în pericol atingerea obiectivului propus al politicii monetare. Aici este important să persiste aspectul de responsabilitate și banca centrală să vină cu un set de măsuri de remediere care ar readuce inflația în proximitatea țintei, în intervalul de variație al țintei. Reprezentarea schematică a tipologiei așteptărilor inflaționiste se regăsește în figura 1.4.

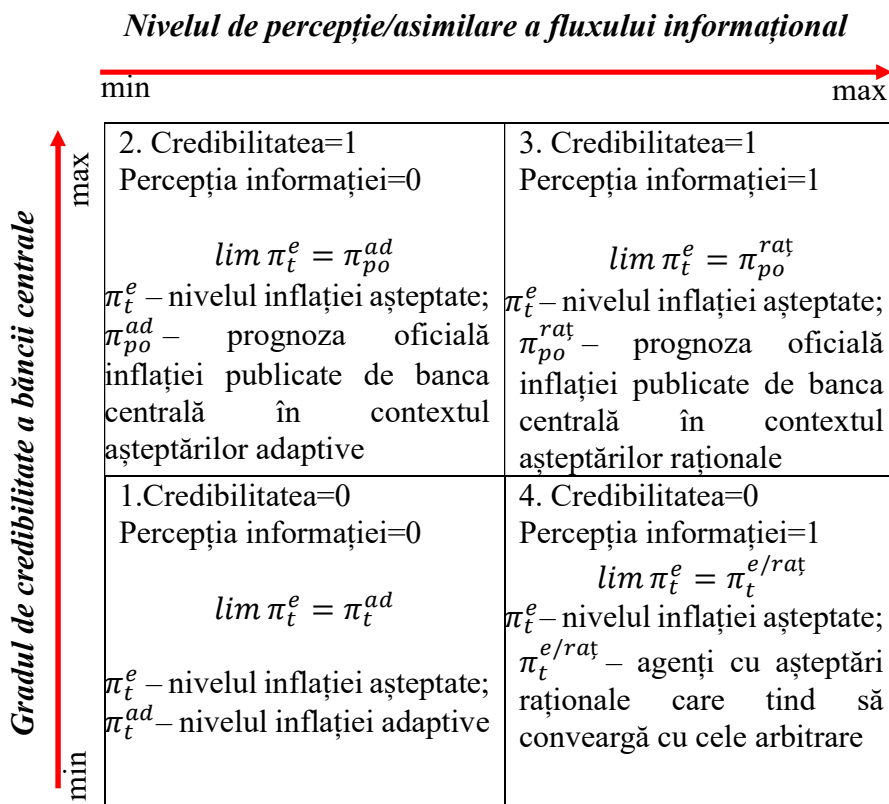


Figura 1.4. Tipologia așteptărilor inflaționiste în funcție de gradul de percepție a informației și încredere în autoritatea monetară

Sursa: [142, p.110]

În cele din urmă, de menționat că credibilitatea autorității monetare este factor determinant în procesul de formare a așteptărilor inflaționiste, alături de gradul de receptivitate a informațiilor furnizate de banca centrală. Cu cât nivelurile de receptivitate ale agenților sunt mai ridicate, cu atât mai multe informații sunt asimilate, conferind astfel un caracter rațional așteptărilor inflaționiste. În același timp, încrederea grupurilor-țintă în autoritățile monetare este considerată ca fiind probabilitatea subiectivă a gradului în care inflația reală coincide cu valoarea prognozată de banca centrală. Astfel, se constată că există o dependență directă între gradul de realizare și asigurare a obiectivelor declarate de autoritățile monetare și nivelul de încredere al grupurilor-țintă în banca centrală.

Din perspectiva estimării așteptărilor inflaționiste, cele adaptive sunt cuantificate ca medie ponderată a nivelului inflației din perioadele precedente.

$$\pi_t^e = (1 - \lambda) \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j \pi_{t-j} \quad (1.5)$$

unde π_t^e – nivelul inflației așteptate în momentul de timp t ; π_{t-j} – nivelul inflației în momentul de timp $t-j$; λ – constantă, valorile căreia sunt cuprinse în intervalul 0-1.

Cuantificarea *așteptărilor inflaționiste raționale* este dificilă și presupune metoda de interviu prin intermediul sondajului, principala latură negativă al căruia constituind subiectivitatea respondenților. Totodată, Cerna [48] consideră că „o anticipație rațională poate fi definită ca o anticipație care coincide cu speranța matematică (probabilitatea teoretică) a distribuției de probabilitate a variabilei economice care face obiectul previzionării”.

$$\pi_t^e = \frac{E(\pi_t)}{I_{t-1}} \quad (1.6)$$

unde π_t^e – nivelul inflației așteptate în momentul de timp t , cuantificarea căruia se face în mod rațional; $E(\pi_t)$ – nivelul inflației în momentul de timp t ; I_{t-1} – informațiile disponibile în momentul de timp $t-1$, când se efectuează previziunea. Situația în care așteptările se confirmă, obținem relația $\pi_t^e = \pi_t$.

În același timp, estimarea cantitativă a inflației așteptate se regăsește în metoda de conversie a datelor a lui Carlson și Parkin [45], existând doar trei variante de răspuns pentru întrebările din sondaj. Această metodă, ulterior a fost preluată și dezvoltată de Batchelor și Orr [21], conținând cinci variante de răspuns la întrebările din sondaj. Metoda presupune existența unei funcții agregate de distribuție a probabilității asociate ratei așteptate a inflației (Fig. 1.5).

Distribuția așteptărilor este realizată în funcție de datele sondajului, presupunând că respondenții au o distribuție comună a probabilității subiective în ceea ce privește evoluția viitoare a inflației. Pragul superior și cel inferior care marchează așa-numita curbă de indiferență derivă din

răspunsurile agregate ale respondenților și din proprietățile seriei de timp ale realizărilor anterioare ale inflației luate în calcul. În principal, Carlson și Parkin [45] au presupus că răspunsurile sunt în mod normal distribuite cu praguri simetrice și au impus că valoarea medie a realizărilor trecute și valoarea medie a așteptărilor trebuie să fie egale, care este în mod obișnuit menționată ca imparțialitatea așteptărilor. Deci, deviația sa standard este dispersia semnificațiilor subiective ale persoanelor intervievate participante la sondaj. Succesul acestei metode și exactitatea așteptărilor inflaționiste depinde de caracteristicile sociale ale persoanelor intervievate, în principal, de nivelul educației, venituri, vârstă.

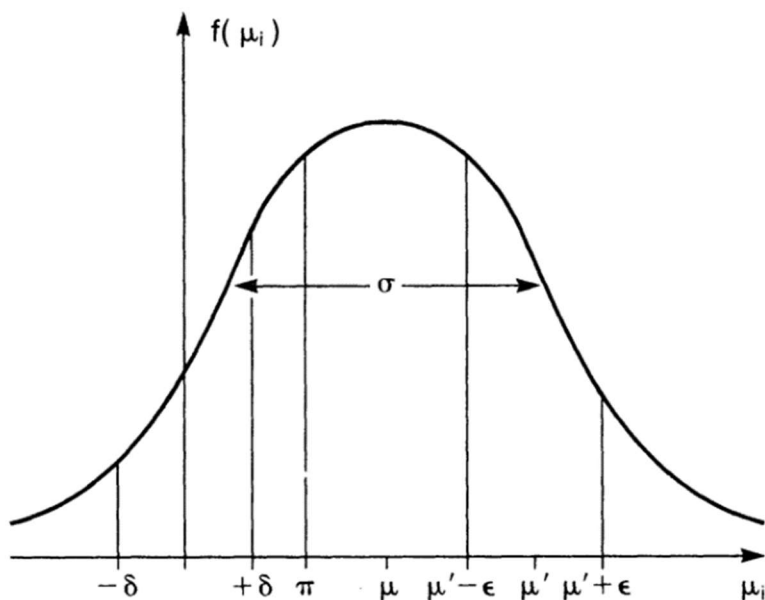


Figura 1.5. Funcția de distribuție a probabilității așteptărilor inflaționiste

Sursa: [21, p.320]

μ_i – media individuală a inflației așteptate;

$f(\mu_i)$ – distribuția așteptărilor medii între respondenți;

μ – media inflației așteptate;

σ – deviația standard al așteptărilor inflaționiste;

π – rata inflației;

μ' – inflația medie percepută;

δ – doar o diferență vizibilă a inflației în jurul valorii zero;

ε – doar o diferență vizibilă a inflației în jurul valorii de μ' .

Rolul cuantificării inflației așteptate indiferent de tipul acesteia rezidă în avantajele pe care le implică aceasta, punând accent considerabil asupra deciziilor agenților economici și ale populației în

ceea ce privește negocierile salariale, procesele de investire, economisire și consum. Totodată, banca centrală ar trebui să acorde o deosebită atenție exigenței gestiunii și monitoring-ului așteptărilor inflaționiste din perspectiva asigurării stabilității prețurilor.

Pornind de la raționamentele, potrivit cărora procesul inflaționist determină o redistribuirea veniturilor în economie, într-o economie concurențială în care competitivitatea provine din calitatea produselor și din prețuri, o inflație internă superioară celei a partenerilor comerciali externi inhibă produsele naționale, favorizând astfel importurile. Această pierdere din competitivitate antrenează o diminuare a producției și ca urmare afectează principiul de ocupare a forței de muncă. O altă abordare presupune că o inflație ridicată, determină agenții economici să facă rezerve de bunuri reale, ținând cont de faptul că, în astfel de circumstanțe, acestea din urmă constituie o mai bună rezervă de valoare decât numerarul sau anumite active financiare. Totuși, teaurizarea bunurilor nu reprezintă o decizie investițională eficientă și prin urmare, descurajează creșterea economică. În contextul în care investitorii sunt siguri de menținerea stabilității prețurilor în viitor, aceștia nu vor solicita nici o primă de risc de inflație pentru compensarea riscurilor asociate cu deținerea activelor nominale pe termen lung. Prin reducerea primelor de risc conținute în ratele reale ale dobânzii, politica monetară poate contribui la o alocare eficientă a resurselor pe piața de capital și astfel poate spori stimulentele necesare investițiilor.

Gestiunea mecanismului de formare a așteptărilor inflaționiste este benefică băncii centrale în formularea politicii monetare, strategiei și instrumentelor, aplicarea cărora prevede o estimare a presiunilor inflaționiste, pe termen mediu, în vederea asigurării stabilirii unei politici monetare optime.

Sub incidența conceptelor abordate în literatura de specialitate, a fost elaborat un mecanism de constituire a așteptărilor inflaționiste, reprezentat schematic în figura 1.6.

Pornind de la asumările statutare ale băncii centrale asociate transparenței, banca centrală prin procesul de comunicare furnizează informațiile adaptate fiecărui grup-țintă în mod explicit, acestea sunt preluate de grupurile-țintă în funcție de gradul de receptivitate a informațiilor și gradului de credibilitate în autoritatea monetară, contribuind astfel la formarea așteptărilor inflaționiste. Latura de independență este privită din perspectiva conduitei decizionale și exercitării depline a politicii monetare de către banca centrală, ceea ce se reflectă în consolidarea credibilității instituționale, implicând, în acest mod, și persistența responsabilității pentru acțiunile și deciziile adoptate, de natură să condiționeze configurarea așteptărilor inflaționiste. Acestea din urmă, fiind preluate de banca centrală în procesul de analiză și prognoză a procesului inflaționist, făcând parte integrantă din modelele de ajustare a conduitei politicii monetare.

În acest context, autorul susține abordările lui Forsells and Kenny [90, p.25] evidențiate prin „așteptările inflaționiste reprezintă o variabilă cheie pe care o bancă centrală o poate utiliza în proiectarea unei politici monetare optime orientate spre realizarea stabilității prețurilor”, argumentând și susținând astfel rolul așteptărilor inflaționiste în asumările de forward-looking și în procesul decizional aferent promovării politicii monetare. Totodată, Bomfim și Rudebusch [36] susțin precum așteptările inflaționiste nu vor fi ancorate la nivelurile dorite de bancă dacă gradul de credibilitate a autorității monetare va fi scăzut și, respectiv, inflația nu va atinge obiectivul privind ținta acesteia.

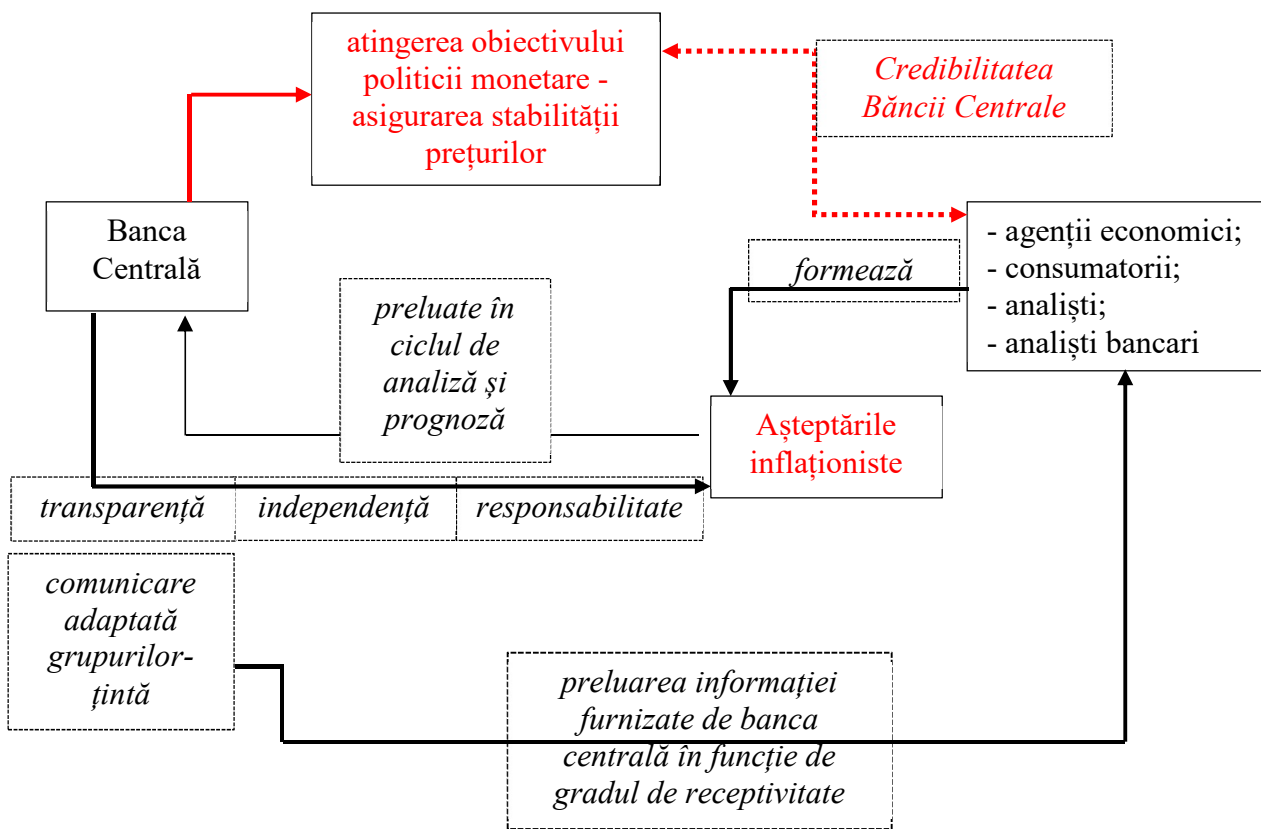


Figura 1.6. Mecanismul de formare a așteptărilor inflaționiste și rolul băncii centrale în cadrul acestuia

Sursa: elaborată de autor și publicată în cadrul volumului conferinței internaționale „Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere”, ediția XIV-a, ed. Perforatica, Iași, 2018, [115]

În cele din urmă, de concluzionat cu cât banca centrală este mai credibilă și mai deschisă publicului, cu atât așteptările inflaționiste sunt bine ancorate, iar banca centrală prin pârghiile respective este capabilă să gestioneze așteptările inflaționiste în modul în care să asigure realizarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor. În acest sens, Cukierman [64, p. 5,8] susține că „Noțiunea de credibilitate a politicii monetare este una fundamentală deoarece capacitatea factorilor de decizie

monetară de a-și atinge obiectivele viitoare depinde de așteptările inflaționiste ale publicului... (credibilitatea) ca fiind viteza cu care publicul recunoaște că a avut loc de fapt o schimbare în obiectivele factorilor de decizie". Asigurându-și un grad sporit de independență, transparență și responsabilitate în acțiunile sale, banca centrală se bucură de câștiguri reputaționale din partea publicului larg, care nemijlocit contribuie la susținerea acesteia în realizarea obiectivului asumat. În măsura în care așteptările joacă un rol fundamental în formarea prețurilor, este important ca o bancă centrală să fie credibilă în obiectivul său de limitare a inflației. Prin urmare, capacitatea băncilor centrale de a gestiona procesul inflaționist este condiționată de capacitatea acestora de a ancora așteptările inflaționiste la țintă. În literatura de specialitate prevalează ideile precum așteptările inflaționiste sunt bine ancorate în situația în care deviația dintre nivelul așteptărilor și cel aferent inflației-țintă este nesemnificativă. Driver, Wintram [78] sunt adepții ideii că așteptările inflaționiste ale gospodăriilor casnice sunt echivalente cu ținta de inflație în contextul unui regim de țintire a inflației, din perspectiva în care acestea înțeleg mecanismul de transmisie al politicii monetare și au o credibilitate sporită în instituția monetară și politica monetară pe care o promovează.

Sintetizând literatura de specialitate, autorul optează pentru abordările precum ancorarea așteptărilor inflaționiste reprezintă primul pas pentru controlul inflației și, în principal, avantajele gestiunii așteptărilor inflaționiste se rezumă la:

- din perspectiva gospodăriilor și întreprinderilor, acestea au posibilitatea de a adapta comportamentul său în vederea minimizării costurilor pe care le-au confruntat cu creșterea inflației, determinând agenții economici să gestioneze eficient portofoliul investițional și fundamentarea corectă a deciziilor aferente costurilor de producție, consumului și economiilor;
- prin prisma creditorilor și debitorilor, care urmărind evaluarea puterii de cumpărare a banilor în timp, apelează la așteptările inflaționiste. Lipsa celor din urmă și imprevizibilitatea inflației implică costurile asociate asigurării împotriva acestui risc sub forma unor rate mai mari ale dobânzii solicitate de creditorii. Acest lucru face ca contractele financiare pe termen lung să fie mai costisitoare decât ar fi dacă inflația ar fi anticipată;
- din perspectiva băncii centrale, prin independența autorității monetare, alături de un grad sporit de transparență și responsabilitate în corelare cu o comunicare explicită, banca centrală este capabilă de a gestiona așteptările inflaționiste în vederea asigurării realizării obiectivului de politică monetară, astfel:
- așteptările inflaționiste joacă un rol important în formarea prețurilor, atenuând din presiunile inflaționiste la adresa evoluției prețurilor de consum, în cazul în care:

- așteptările inflaționiste ale grupurilor-țintă indică un grad sporit de încredere acordat băncii centrale din perspectiva credibilității țintei de inflație.

Generalizând, autorul susține poziția și lucrările adepților teoriei așteptărilor raționale privind posibilitatea optimizării comportamentale a agenților economici în ceea ce privește consumul, economiile și deciziile investiționale, ceea ce nemijlocit se va reflecta în capacitatea autorității monetare de a asigura realizarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor. Totodată, autorul pledează pentru ideile promovate de neokeynesiști, în principal de Roberts, Gali, Gertler precum procesul inflaționist este dependent atât de așteptările inflaționiste raționale, cât și de valorile inflației din perioadele precedente, punând astfel accentul asupra componentei de backward-looking al așteptărilor inflaționiste. În viziunea autorului inflația actuală este o funcție și de așteptări inflaționiste adaptive, dar cu condiționalitatea prevalării așteptărilor inflaționiste raționale, dat fiind faptul că actualmente procesul decizional este bazat pe principiile și potențialul mediului informațional.

Totodată, cum și a fost demonstrat la baza formării așteptărilor inflaționiste stau gradul de credibilitate în autoritatea monetară, gradul de receptivitate și de asimilare a informațiilor furnizate, precum și capacitatea grupurilor-țintă în utilizarea acestor informații, alături de nivelul de transparență, independență și responsabilitate a băncii centrale. În acest context, rolul băncii centrale în gestiunea așteptărilor inflaționiste este indispensabil, rămânând deschisă întrebarea cum o bancă centrală poate să gestioneze aceste așteptări inflaționiste astfel încât să asigure cel mai bine eficiența politicii monetare, constituind obiectul de studiu pentru subcapitolul următor.

1.3. Optimul de politică monetară pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste

Așteptările inflaționiste contribuie semnificativ la formarea prețurilor, un indicator reprezentativ al credibilității băncii centrale. Menținerea așteptărilor inflaționiste scăzute și stabile face ca economia să fie mai rezistentă în fața șocurilor adverse și permite mecanismului de stabilire a prețurilor al economiei să funcționeze mai eficient. Cu toate acestea, așteptările privind inflația sunt importante pentru buna implementare și promovare a politicii monetare, iar ancorarea așteptărilor inflaționiste contribuie la menținerea inflației curente în proximitatea țintei inflaționiste. Clarida, Gali, Gertler [51], estimând un model de reacție a politicii monetare, au acordat o deosebită atenție comportamentului anticipat al procesului inflaționist, determinând inflația actuală ca funcție a inflației viitoare așteptate de tipul forward-looking și a deviației PIB. Kelly [133] susține că dacă așteptările inflaționiste ar deveni dezancorate, s-ar putea determina îndepărtarea inflației de la țintă.

Teoria macroeconomică conturează faptul că transmiterea impulsurilor de politică monetară și impactul acestora asupra sectoarelor reale și nominale ale economiei au o legătură strânsă cu așteptările inflaționiste. Cercetările efectuate în domeniu au subliniat importanța ancorării așteptărilor inflaționiste în vederea conferirii politicii monetare un maxim de eficiență și optimalitate, iar experiența internațională a demonstrat necesitatea definirii așteptărilor inflaționiste în calitate de canalul de transmisie a deciziilor de politică monetară către economia reală [52]. Asimilarea funcționării adecvate a mecanismului de transmisie denotă corectitudinea alegerii instrumentelor potrivite și la timpul oportun în vederea depășirii potențialelor erori asociate procesului decizional de politică monetară.

Indiferent de natura lor, așteptările inflaționiste pot juca un rol important în formarea prețurilor (Fig. 1.7). Prin afectarea ratelor reale ale dobânzilor, modificările așteptărilor inflaționiste pot conduce la modificări ale cererii agregate, ceea ce nemijlocit se reflectă asupra prețurilor. În ceea ce privește efectele de reducere a costurilor, o creștere a ratei inflației așteptate este de natură ca angajații să solicite o decontare mai mare a salariilor. Companiile, anticipând costurile mai mari care trebuie suportate în viitor pe seama inflației, pot vedea stimulente pentru creșterea prețurilor și pot fi mai dispuși să plătească salarii mai mari. Chiar dacă prețurile nu sunt ajustate imediat, companiile pot suspenda temporar vânzarea produselor lor. Toate aceste interacțiuni, combinate unele cu altele, pot duce la o creștere a cererii și la o scădere simultană a ofertei. În acest fel, o creștere a așteptărilor inflaționiste poate genera o creștere a prețurilor. Pe de altă parte, ratele de piață pe termen lung sunt afectate de așteptările aferente ratei dobânzii de politică monetară, odată cu sporirea ratei de politică monetară se vor majora ratele pe termen lung. Totodată, sporirea așteptărilor privind inflația se vor reflecta în majorarea ratelor pe termen lung.

În corespundere cu studiile Băncii Centrale Europene [201, p.4] asociate revizuirii strategiei BCE 2020-2021, așteptările inflaționiste joacă un rol cheie în transmiterea politicii monetare prin „canalul așteptărilor”. În acest context, ele influențează stabilirea prețurilor și a salariilor și – prin intermediul ratelor dobânzilor reale așteptate, afectând consumul, investițiile, împrumuturile și economisirea. Eficacitatea canalului așteptărilor inflaționiste depinde de credibilitatea băncii centrale în urmărirea obiectivului său de stabilitate a prețurilor și este astfel strâns legată de ancorarea așteptărilor inflaționiste pe termen lung. În acest sens, atunci când aceste așteptări sunt bine ancorate, ele nu ar trebui să răspundă la știrile macroeconomice. Cu toate acestea, dacă acestea devin neancorate, capacitatea politicii monetare de a reancora așteptările ar putea depinde de receptivitatea așteptărilor la acțiunile de politică monetară.

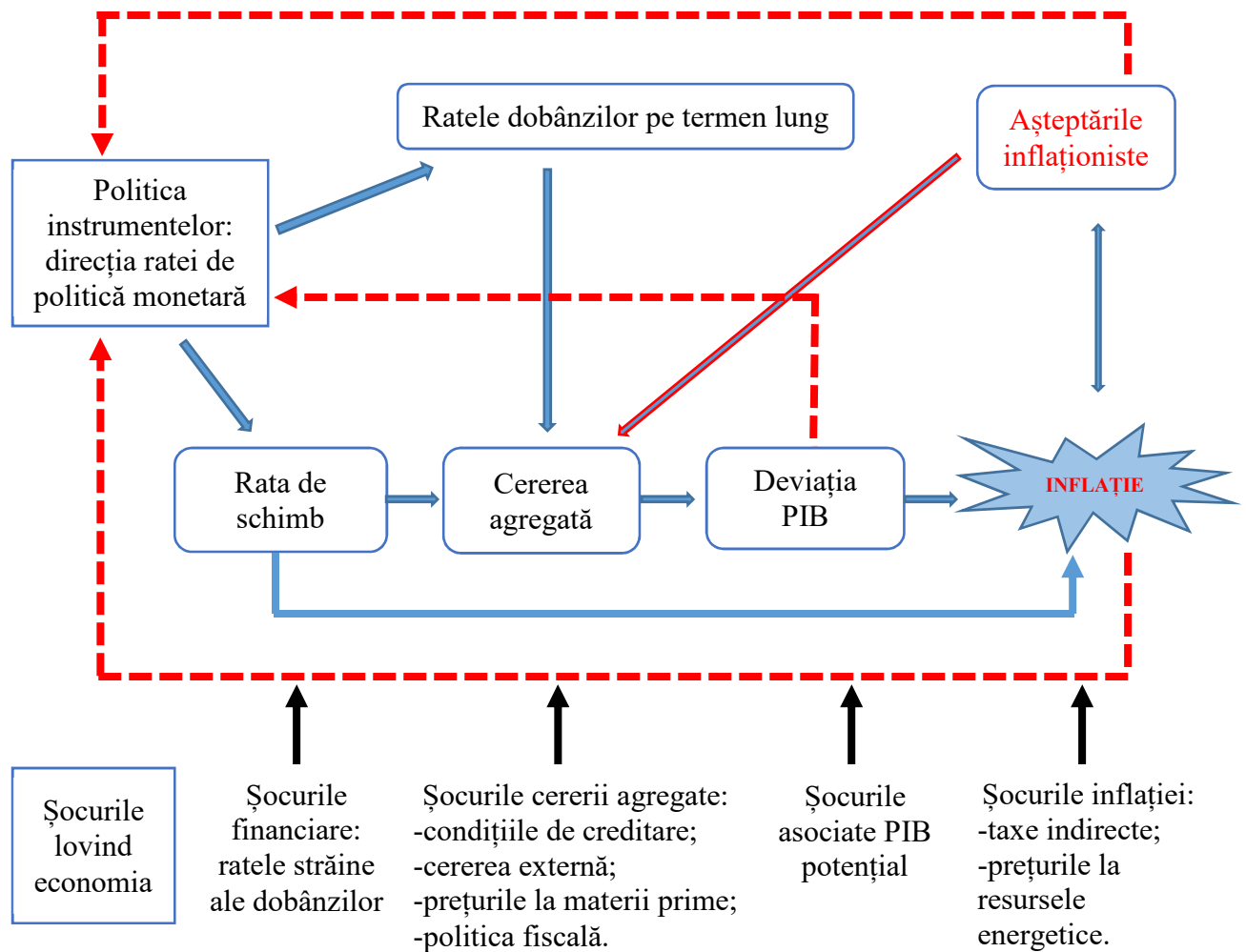


Figura 1.7. Rolul așteptărilor inflaționiste în contextul mecanismului de transmisie a politicii monetare

Sursa: [52, p.12]

Deciziile de politică monetară se transmit asupra economiei reale în mod indirect prin intermediul sistemului financiar-bancar. Efectul transmisiei impulsurilor de politică monetară asupra economiei reale, se resimte după o anumită perioadă de timp (lag) în funcție de specificul economic, relațiilor dintre variabilele determinante ale procesului inflaționist și nu în ultimul rând credibilitatea autorității monetare. Canalul așteptărilor inflaționiste joacă un rol indispensabil în promovarea și implementarea cu succes a politicii monetare. Printr-o mai bună înțelegere a măsurilor de politică monetară pe care urmează să le adopte banca centrală, agenții economici, populația și guvernul își pot adopta și optimiza comportamentul.

Cunoașterea și înțelegerea rațională a obiectivelor și a acțiunilor băncii centrale de către piețe și publicul larg contribuie la câștigarea credibilității, consolidând astfel reputația instituției. În condițiile creșterii transparenței și credibilității demersurilor băncii centrale, ancorarea așteptărilor

inflaționiste la o traiectorie compatibilă cu obiectivele acesteia privind inflația devine unul dintre cele mai puternice și mai eficiente canale de transmisie a politicii monetare. Canalul respectiv este binevenit îndeosebi în cadrul strategiei de țintire directă a inflației în vederea asigurării credibilității și predictibilității băncii centrale în corelare cu alte canale de transmisie prin care banca centrală acționează asupra economiei reale.

Importanța implementării diferitor canale de transmisie a efectelor de politică monetară este reflectată de opiniile economiștilor în funcție de concepția teoretică pe care o susțin. În acest context, cei care se alătură ipotezei care fundamentează faptul că piețele funcționează concurențial și eficient, în cadrul căreia prețurile reflectă orice informație disponibilă, acordă prerogativa canalului ratei dobânzii, pe când cei care aderă la teoria keynesiană, fiind adepții unei piețe imperfecte, lipsite de transparență pun accentul pe mecanismul creditului.

Totodată, o remarcă importantă care vizează efectul de propagare prin intermediul acestor canale de transmisie presupune acea filieră prin care canalul așteptărilor inflaționiste poate fi combinat cu oricare alt canal în contextul economiei moderne care se dezvoltă într-un mediu al informațiilor care se actualizează permanent în vederea optimizării obiectivului de politică monetară.



Figura 1.8. Mecanismul de transmisie a așteptărilor inflaționiste

Sursa: [201, p.12]

Eficacitatea transmiterii monetare poate fi afectată dacă așteptările inflaționiste diferă substanțial în diferite sectoare ale economiei, cum ar fi gospodăriile, corporațiile nefinanciare sau sectorul financiar. În special, așteptările gospodăriilor casnice și ale agenților economici contează

direct pentru canalul așteptărilor prin impactul pe care ratele reale ale dobânzilor îl au asupra deciziilor asociate politicii de cheltuieli și prin stabilirea prețului și/sau salariului. Așteptările asociate participanților pieței financiare contează direct pentru stabilirea prețurilor financiare și, prin urmare, condițiile de finanțare a sectorului nefinanciar (Fig. 1.8). Așteptările inflaționiste formate de prognoziștii profesioniști sunt importante și relevante pentru alți agenți. Această problemă a așteptărilor multiple este amplificată dacă există o eterogenitate substanțială a așteptărilor inflaționiste în rândul agenților dintr-un anumit sector instituțional. Și este amplificat și mai mult dacă agenții individuali au percepții foarte diferite asupra incertitudinii din jurul așteptărilor lor centrale. Băncile centrale ar trebui, prin urmare, să ia în considerare seturi largi de informații privind așteptările și diferite momente ale distribuțiilor lor. [201]

În urma argumentării teoretice a importanței așteptărilor inflaționiste în contextul promovării politicii monetare prin valorificarea canalelor și mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară, este necesar de a pune în evidență canalele prin care o bancă centrală are capacitatea de a le gestiona în vederea conferirii unui caracter optim politicii monetare.

Cercetările efectuate în subcapitolele precedente au determinat contribuția transparenței și comunicării, independenței și responsabilității în formarea așteptărilor inflaționiste. Interdependența dintre transparență, responsabilitate și independență instituțională este sporită și de fapt existența uneia implică persistența celorlaltor. Odată cu independența, băncile centrale devin mai transparente în ceea ce privește strategia, cadrul în care este promovată și implementată politica monetară, obiectivul și ținta politicii monetare sunt clar definite și explicate. În acest sens, acțiunile întreprinse de autoritatea monetară în vederea asigurării obiectivului de inflație necesită a fi raportate publicului larg, îndeosebi în cazurile în care inflația este în afara limitelor coridorului de variație al țintei declarate ca obiectiv. În cazul respectiv, este imperativ ca banca centrală să vină cu un set de măsuri de remediere a situației și un plan de acțiuni pe termen scurt și mediu. Respectarea și urmărirea acestor trei piloni pe care se bazează gestiunea așteptărilor inflaționiste contribuie la optimizarea politicii monetare din perspectiva asigurării obiectivului de inflație pe termen mediu.

În literatura de specialitate, noțiunea de transparență a băncii centrale posedă interpretări ambigue, dacă Issing [128] rezumă aceasta la o explicație a deciziilor de politică monetară publicului, atunci Hahn [108] o privește prin prisma celor trei aspecte:

- *transparența obiectivelor* – se reduce la publicarea obiectivului explicit și țintei de inflație asociată obiectivului propus;

- *transparența cunoștințelor* – în principal categoria respectivă de transparență se referă la furnizarea prognozelor și analizelor asociate indicatorilor macroeconomici, precum și/sau a modelelor economice utilizate la analiza și prognoza elaborată în cadrul băncii centrale;
- *transparență operațională* – se referă la anunțarea decizională asociată țintei dobânzii pe termen scurt și/sau intervențiilor pe piața valutară, alături de diseminarea informațiilor asociate voturilor organelor decizionale și publicarea proceselor-verbale ale ședințelor pe probleme de politică monetară.

Geraats [99] definește transparența băncii centrale ca măsura în care băncile centrale dezvăluie informații legate de procesul de elaborare a politicilor, punând accent pe cele cinci aspecte ale transparenței: politică, economică, procedurală, a politicii și operațională. În viziunea Eijffinger S. și Geraats [80], toate cele cinci criterii de transparență contribuie la eficiența politicii monetare și obținerea de rezultate scontate. Astfel, Eijffinger și Geraats [80] definesc cele cinci aspecte ale transparenței:

- *transparența politică* – se referă la aspectele relaționale dintre puterea executivă și banca centrală, prin conferirea responsabilității băncii centrale în stabilirea obiectivului fundamental și a cuantumului acestuia. Așadar, transparența politică este direct proporțională cu independența băncii centrale;

- *transparența economică* – presupune publicarea de către bancă centrală a datelor economice care sunt utilizate în vederea luării unor decizii de politică monetară, modelele de prognozare și valorile prognozate ale unor indicatori macroeconomici. Acestea din urmă sunt deosebit de importante, deoarece acțiunile băncii centrale ar putea reflecta evoluțiile anticipate;

- *transparența procedurală* – se referă la procesul decizional al băncii centrale în materie de politică monetară. Aceasta implică o strategie bine definită de politică monetară, publicarea proceselor verbale aferente deciziilor, opțiunilor prin vot ale membrilor consiliului de administrație;

- *transparența politicii* – cuprinde aspectele ce țin de anunțarea imediată a deciziilor de politică monetară, explicațiile care au stat la baza acestor decizii, precum și eventualele configurări viitoare ale politicii monetare;

- *transparența operațională* – reflectă deschiderea băncii centrale în materia mecanismului de transmisie monetară, evaluând precizia prognozelor anterioare prin contabilizarea erorilor și eventualilor șocuri.

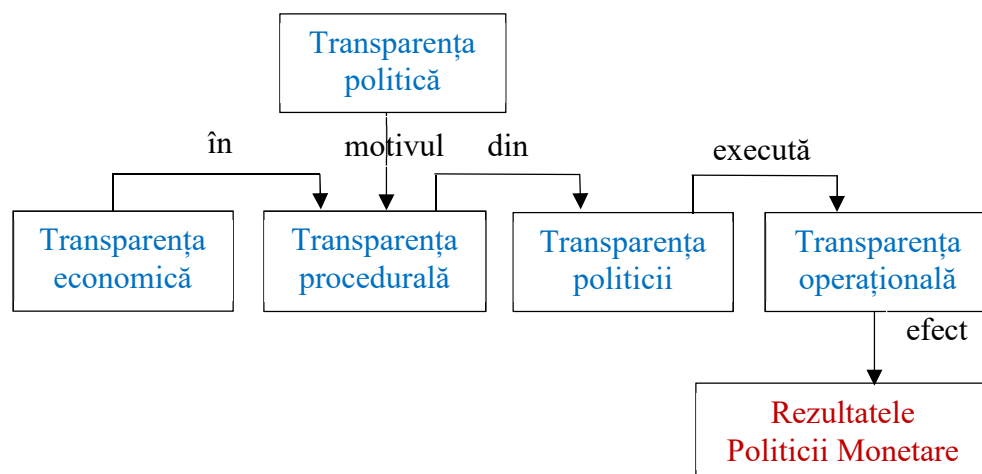


Figura 1.9. Rolul transparenței băncii centrale în promovarea politicii monetare

Sursa: [80, p. 4]

Figura 1.9 reflectă interdependența dintre rezultatele politicii monetare și cele cinci aspecte ale transparenței, subliniind ideea că o transparență incompletă aferentă uneia dintre aceste criterii implică efecte adverse la nivelul indicelui total de transparență cu repercusiuni asupra rezultatelor politicii monetare din perspectiva compromiterii atingerii obiectivului fundamental.

Gradul de transparență a băncii centrale poate fi cuantificat prin intermediul unui indice propus de Geraats P. [99], Eijffinger S., Geraats P. [80], care presupune identificarea nivelului de deschidere a băncii centrale în funcție de cele cinci aspecte de transparență (politică, economică, procedurală, politicii și operațională) luând ca reper cerințe și/sau practici aplicate. Fiecare aspect de transparență, având o pondere specifică în cadrul indicelui total de transparență, este apreciat în funcție de trei întrebări și răspunsuri cu valorile 0, ½, 1. O măsură cuprinzătoare de transparență se obține prin suma celor cinci subindici, cu o posibilitate de înregistrare a unui scor maxim de 15.

După Dincer N. și Eichengreen B. [73] limitarea lucrării lui Eijffinger și Geraats constă în faptul cuantificării gradului de transparență doar pentru nouă bănci centrale. Neajunsul respectiv a fost înlăturat în certările efectuate de Dincer N. și Eichengreen B. [73], [74], [75] luând ca reper experiența a peste 100 de bănci centrale.

Abordările teoretice, metodologice și empirice ale interdependenței dintre gradul de independență a băncilor centrale și evoluția inflației au găsit expresia în lucrările lui Bade și Parkin [14], Alesina [10], Grilli, Masciandaro și Tabellini [107], Cukierman, Webb și Neyapti [69], Eijffinger și Schaling [81]. În lucrările sale, a fost propus în mod individual un indice de cuantificare a independenței băncii centrale luând ca reper cadrul legal stipulat în legile băncilor centrale luate în studiu. Bade și Parkin [14] au ajuns la concluzia, precum băncile centrale independente de guvernele centrale atât în procesul de elaborare a politicilor, cât și în desemnarea funcțiilor de conducere din

cadrul băncii, sunt capabile de a înregistra o rată a inflației mai scăzute comparativ cu băncile mai puțin independente, propunând și un indice de cuantificare a gradului de independență în funcție de cele trei aspecte asociate 1) relației dintre banca centrală și guvern în formularea politicii monetare; 2) procedurilor de numire și revocare din funcție a conducerii băncii centrale; 3) legăturilor financiare și bugetare dintre băncile centrale și guvern.

Alesina [10] folosind indicele de independență propus de Bade și Parkin și adăugând în studiul empiric patru țări, precum Spania, Danemarca, Norvegia și Noua Zeelandă a constatat despre existența relației inverse dintre ratele medii ale inflației și nivelul de independență a băncii centrale.

Grilli, Masciandaro, Tabellini [107] au propus un indice de independență legală bazat pe independența politică și economică. Indicatorul asociat independenței politice prevede capacitatea autorităților monetare de a stabili și formula obiectivele finale ale politicii monetare în mod individual, fără implicarea guvernului și se rezumă, în principal, la:

- 1) procedura de numire a membrilor organelor de conducere ale băncii centrale;
- 2) relația dintre membrii organelor de conducere și guvern;
- 3) responsabilitățile formale ale băncii centrale.

Gradul de independență economică în viziunea Grilli, Masciandaro, Tabellini [107] se reduce la independența băncii centrale în alegerea instrumentelor de politică monetară și posibilității de creditare a statului. Dacă guvernul poate influența cantitatea și condițiile în care se împrumută de la banca centrală, influențează și crearea bazei monetare și astfel se diminuează independența economică a băncii centrale.

Eijffinger și Schaling [81] în formularea indicelui de independență pun accent pe datoria și capacitatea băncii centrale de a promova și stabili o politică monetară în mod autonom îndreptată spre stabilitatea prețurilor. Prin urmare caracteristica ce ține de responsabilitățile formale ale băncii centrale ce ține de politica monetară și, respectiv, relația dintre băncile centrale și guvern în formularea politicii monetare sunt evaluate la același criteriu, comasând independența instituțională de cea operațională, conferind o pondere dublă acestui criteriu.

Cukierman, Webb și Neyapti [69] propune un indice agregat bazat pe 16 caracteristici legale ale unei bănci centrale, care se referă la numirea, demiterea și mandatul legal al guvernatorului băncii centrale, cadrul legal asociat stabilirii și formulării politicii monetare, importanța și superioritatea obiectivului de stabilitate a prețurilor comparativ cu alte obiective și exigența de limitare a procesului de creditare a guvernului de către banca centrală.

În acest sens este definitivată importanța caracterului legal al independenței, bazate pe următoarele principii:

- *independența personală*: excluderea oricăror prevederi care ar cauza presiuni din partea politicianilor asupra guvernatorului sau membrilor consiliului de administrație în ceea ce privește numirea în funcție sau demiterea acestora;
- *independența instituțională*: conferă băncii centrale prerogativa de a îndeplini atribuțiile sale de sine stătător, fără a fi ordonată sau manipulată de instituțiile statului, precum guvern, parlament;
- *independența operațională*: constă în dreptul deplin și autonom al băncii centrale de a lua decizii aferente politicii monetare și stabilirea instrumentelor în vederea atingerii obiectivului său fundamental;
- *independența financiară*: presupune interzicerea legală de a finanța sau credita instituțiile publice ale statului.

Debelle și Fischer [70] susțin că gradul sporit al independenței băncii centrale contribuie la reducerea costurilor dezinflației, în schimb Posen [165] este adeptul ideii că interesele partidelor politice determină gradul de independență al băncii centrale, ceea ce nemijlocit se va reflecta în evoluția inflației pe termen lung.

Ceea ce ține de *responsabilitatea băncii centrale*, Beaufort and Hoogduin [22, p. 81] au interpretat-o precum „*gradul în care băncile centrale explică sau fac vizibile politicile lor în fața parlamentului și/sau publicului*”.

Briault, Haldane, King [38] au definit un indice de evaluare a responsabilității autorității monetare bazat pe patru criterii:

- a) dacă banca centrală este supusă monitorizării externe de către Parlament;
- b) dacă sunt publicate procesele-verbale ale ședințelor pe probleme de politică monetară;
- c) dacă banca centrală publică un raport de inflație sau de politică monetară, ca o măsură suplimentară la buletinele standard ale băncii centrale; și
- d) dacă există o clauză specificată în lege care să permită guvernului să anuleze o decizie a băncii centrale.

Mishkin [150, p.22] susține că „*transparența politicii asociate țintirii inflației are tendința de a face banca centrală foarte responsabilă atât față de public, cât și față de guvern.*”

În cadrul publicației BIS „*Issues in the Governance of Central Banks*” [202, p. 139] se menționează că „Bazele legale ale responsabilității băncii centrale tind să fie specificate în constituție și în statutul băncii centrale. În plus, mai multe țări folosesc reglementări separate, scrisori formale sau acorduri pentru a clarifica obiectivele și responsabilitățile băncii centrale, în special pentru politica

monetară. Printre exemple se numără Regulamentul privind politica monetară în Norvegia, scrisorile deschise specifice Băncii Angliei și Acordul privind obiectivele de politică dintre guvernatorul Băncii de Rezervă din Noua Zeelandă și Ministrul Finanțelor.(...) În general, băncile centrale răspund în mod oficial în fața puterii legislative sau executive, în funcție de delegarea constituțională a responsabilităților.”

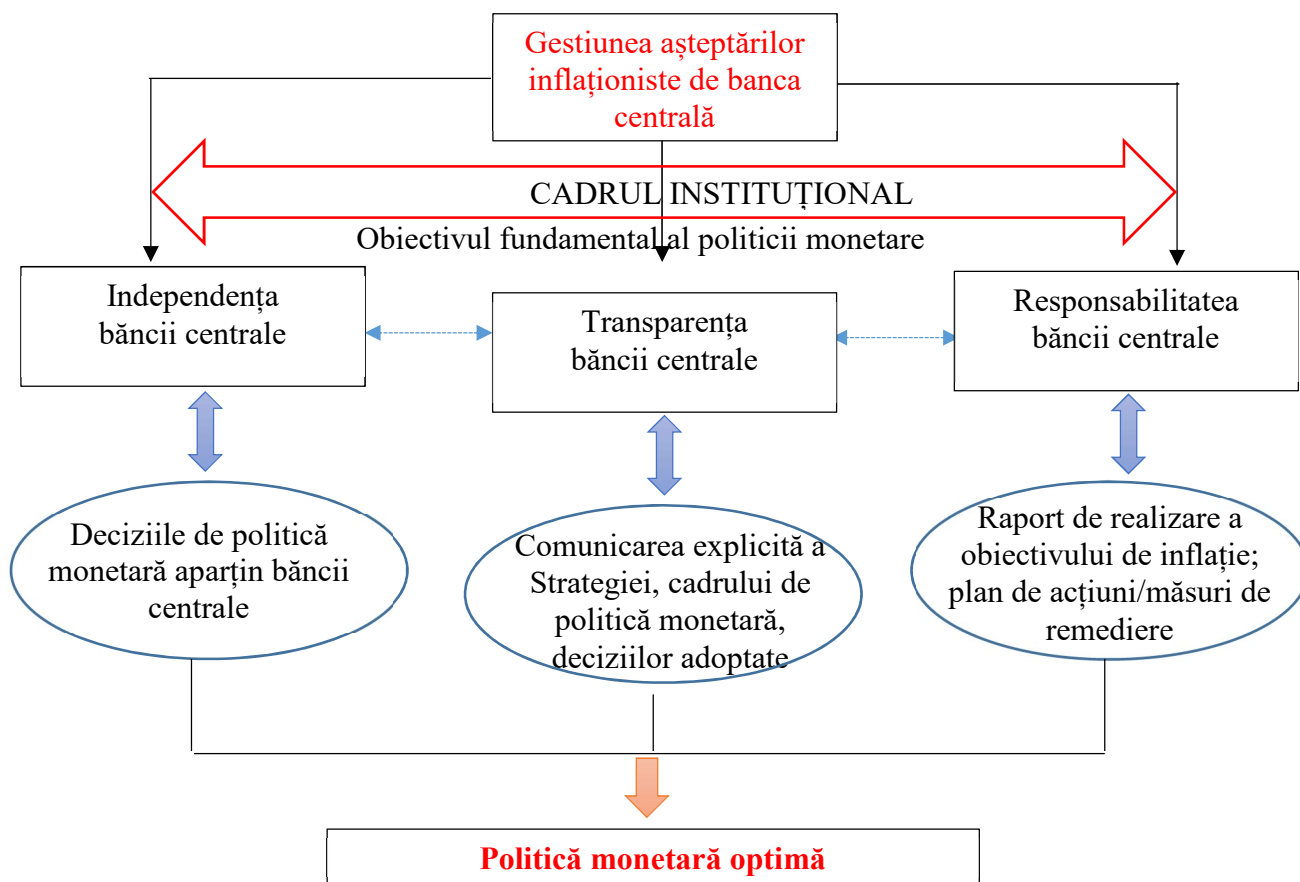


Figura 1.10. Pilonii optimizării politicii monetare asociați mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste

Sursa: aprecierile autorului

Generalizând, se cuvine menționat faptul că autoritatea monetară dispune de prerogativa de a gestiona așteptările inflaționiste prin implementarea unui cadru instituțional solid bazat pe principiul independenței, transparenței și responsabilității pentru acțiunile sale în materie de politică monetară de natură să consolideze credibilitatea băncii centrale, atribuind și implicând astfel politicii monetare un caracter optim (Fig. 1.10).

În urma cercetărilor în domeniu asociate transparenței, independenței și responsabilității băncilor centrale a intervenit remarcă și preocuparea autorului cu referire la suficiența acestor aspecte de natură să asigure gestiunea satisfăcătoare a așteptărilor inflaționiste capabile să

contribuie la optimizarea politicii monetare în realizarea stabilității prețurilor. În principal, de subliniat contextul în care băncile centrale se bucură de o deschidere sporită și o responsabilitate înaltă a băncii centrale pe de o parte, iar pe de altă parte mesajele furnizate de bancă nu sunt explicite, clare și consecvente în timp util, pierzând astfel din credibilitatea instituțională. Aceste raționamente, au definitivat efectuarea unui studiu în acest sens, valorificând principiile comunicării unei bănci centrale.

Comunicarea fiind o latură a transparenței băncii centrale depinde de regimul de politică monetară prin care se urmărește atingerea obiectivului fundamental al băncii. Din figura 1.11, de observat că funcționalitatea eficientă a regimului de țintire directă a inflației implică și o comunicare mai complexă, diversificată și amplă prin suprapunere cu furnizarea de explicații simple, concise și autentice. Strategia de comunicare a băncii centrale cu regim de țintire directă a inflației prevede utilizarea unei game mai extinse de canale și ținte de audiență comparativ cu băncile care promovează politica monetară prin prisma altor regimuri de politică monetară. Totodată un alt aspect constă în regularitatea cu care este folosit fiecare canal în parte, precum și efortul autorității monetare de a informa un public cât mai extins posibil.

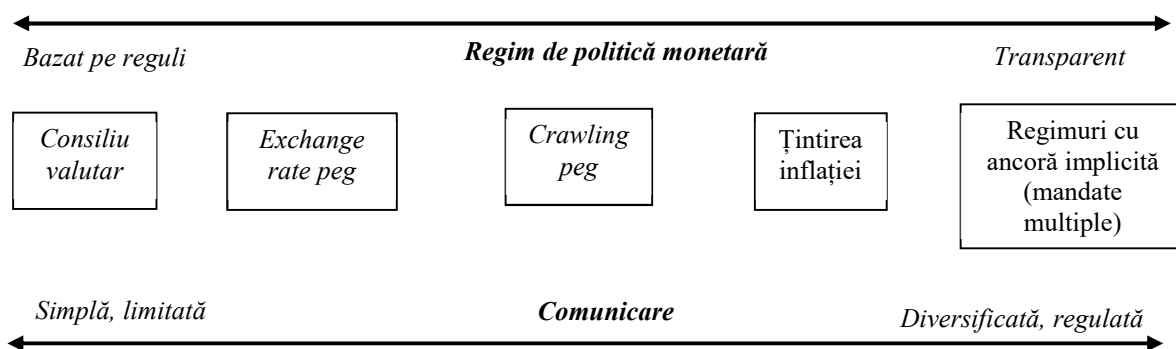


Figura 1.11. Comunicarea băncii centrale în funcție de regimurile de politică monetară
 Sursa: [34, p. 10-11]

Fullwood [96], analist din cadrul Băncii Centrale a Angliei, în studiul său de măsurare a lizibilității și clarității mesajelor, a analizat discursurile și rapoartele Băncii Angliei și a observat complexitatea textelor din perspectiva lizibilității acestora. În acest sens, a făcut referire la cea mai lungă propoziție identificată în documentele Băncii Angliei, care conținea 77 de cuvinte, depășind lungimea maximă a sentinței sugerată de Serviciul Digital al Guvernului Marii Britanii de peste trei ori.

Haldane, Macaulay, McMahon [111] într-un studiu teoretico-empiric destinat comunicării cu publicul larg, menționează interdependența celor 3E – „*explanation, engagement, education*”.

Referindu-se la băncile centrale cu regimul de țintire a inflației, aceștia susțin că gospodăriile, agenții economici nu devin pe deplin informați, ci sunt rațional neatenți și s-ar putea să nu se implice niciodată în receptarea comunicărilor băncii centrale. Argumentările în acest sens sunt aduse de faptul că deși banca centrală este deschisă, valorificând instrumentele sale de comunicare: rapoartele trimestriale, rezumatele ședințelor de politică monetară, conferințe, comunicate de presă aferente deciziilor disponibile pe pagina web oficială a autorității monetare, gospodăriile nu le asimilează, nu dispun de suficientă educație financiară pentru a recepționa cele citite. Aceasta contribuie la subminarea încrederii în banca centrală ca instituție independentă, la rândul său înțelegerea și încrederea afectează eficiența politicii monetare și limitează capacitatea autorității monetare de cuprindere a unui public mai extins în comunicările sale.

Haldane, McMahon [110], recunoscând rolul așteptărilor inflaționiste în promovarea politicii monetare, găsesc că băncile centrale nu fac accesibilă comunicarea unei audiențe suficient de largi.

Haldane A. [109], folosind scorul lui Flesh-Kincaid – de cuantificare a complexității lingvistice, a ajuns la concluzia că publicațiile băncilor centrale au un nivel de lecturare de 14-18 (aproximativ echivalent cu nivelul colegiului). Având în vedere nivelurile de alfabetizare ale populației, acest lucru le-ar face inaccesibile pentru cel puțin 90 la sută din publicul larg. În schimb, discursurile politice sunt mai simple și sunt evaluate la nivelul liceal, ceea ce face recepționarea acestora mai înaltă la circa între o treime și jumătate din populație. În acest context, comunicarea băncii centrale trebuie să fie bazată pe cele trei principii: simplitatea, relevanța și coerența, așa numita „story” în vederea activării impulsurilor de convingere pe de o parte și, respectiv, spori credibilitatea instituțională pe de altă parte [110]. După Blinder [32] comunicarea băncilor centrale cu publicul larg eșuează, băncile fiind auzite doar de analiști și participanții pieței financiare.

Pe fondul aprecierii unanime, atât în teoria cât, și în practica internațională a faptului precum o comunicare clară îmbunătățește eficacitatea politicii monetare, comunicările băncii centrale trebuie să fie deschise, clare și în timp util.

Claritatea informației s-a dovedit a fi indispensabilă procesului de gestiune a așteptărilor inflaționiste, formularea simplă a mesajelor, disponibilitatea în timp real și, respectiv, adaptarea impulsurilor informaționale la grupurile-țintă contribuie la consolidarea factorului de convingere a publicului larg în acțiunile și măsurile adoptate de autoritățile monetare, sporind astfel credibilitatea și predictibilitatea băncii. O comunicare eficientă în materie de politică monetară din perspectiva lizibilității contribuie la îmbunătățirea transmiterii impulsurilor decizionale și facilitează procesul de formare și de gestiune a așteptărilor inflaționiste. Pe de altă parte, comunicarea eficientă ușurează

asigurarea responsabilității băncii centrale în contextul în care ceea ce se comunică este confirmat prin acțiuni și rezultate. Aici este important să se explice abaterile de la obiective și acțiunile de remediere.

Independența băncii centrale este de obicei însoțită de responsabilitate, care, la rândul său, este susținută de transparență și toate la un loc sunt capabile să gestioneze așteptările inflaționiste din perspectiva sporirii eficienței politicii monetare. Cunoașterea și înțelegerea rațională a obiectivelor și a acțiunilor băncii centrale în materie de politică monetară de către piețe și publicul larg contribuie la creșterea credibilității. Totodată, atingerea repetată a țintelor inflaționiste anunțate generează câștiguri reputaționale de natură să consolideze credibilitatea autorității monetare.

1.4. Concluzii la capitolul 1

Capitolul I s-a axat preponderent pe studierea aspectelor teoretice aferente conceptului de politică monetară optimă, așteptărilor inflaționiste, tipologia acestora și metodelor de estimare a acestora, precum și pe definitivarea rolului și locului așteptărilor inflaționiste în promovarea politicii monetare din perspectiva optimizării acesteia.

În urma cercetărilor efectuate și studierea literaturii în domeniu, a fost constatat faptul că în materie de specialitate lipsește o definiție clară și explicită a politicii monetare optime, abordările economiștilor în acest sens fiind susținute prin prisma unui singur determinant. În acest context, a fost identificată o definiție exhaustivă și explicită a politicii monetare optime prin prisma factorilor, criteriilor și, respectiv, impactului asociat acesteia, luând ca reper cadrul conjunctural, instituțional și cel operațional, conferind astfel cercetării o valoare și o bază teoretică consecventă studiilor analitice din capitolele următoare. *Astfel, în viziunea autorului o politică monetară optimă reprezintă totalitatea măsurilor întreprinse/deciziilor adoptate de autoritatea monetară în funcție de cadrul conjunctural, instituțional și operațional pe cele trei segmente (factori, impact, criterii) în vederea eficientizării politicii monetare din perspectiva asigurării realizării obiectivului asumat de politică monetară pe termen mediu.*

În detaliere, de menționat că în vederea optimizării politicii monetare, banca centrală a unui stat trebuie să țină cont de un complex de aspecte ce pot afecta caracterul politicii monetare punând în pericol atingerea obiectivului propus de autoritatea monetară. Printre acestea se numără *cadrul conjunctural, instituțional și cel asociat cadrului operațional* al autorității monetare.

Cadrului conjunctural i se atribuie potențialul economic al statului cu identificarea ciclurilor economice, situației de pe piața muncii, precum și gradul de interdependență a politicii monetare cu cea fiscală și alte politici macroeconomice ale statului. În această ordine de idei, este binevenit ca

promovarea politicii monetare și celei fiscale să se realizeze într-un coraport persistent, în vederea depășirii eventualelor șocuri la adresa politicii monetare.

Cadrul *instituțional* asociat unei politici monetare optime se rezumă la următoarele aspecte: definirea clară a obiectivului băncii centrale în contextul cadrului legal; transparența băncii centrale; independența sporită a băncii centrale; responsabilitatea băncii centrale atât în fața puterii de stat, cât și în fața publicului.

De remarcat că, unul dintre criteriile instituționale, care conferă politicii monetare optimalitate este necesitatea de conferire a priorității unui singur obiectiv al băncii centrale în vederea depășirii unor eventuale compromisuri decizionale în cazul prezenței mai multor obiective. Clarificarea faptului că *stabilitatea prețurilor este obiectivul primordial al politicii monetare* pe termen mediu oferă un punct central pentru deciziile optime de politică și contribuie la responsabilizarea băncii centrale în asigurarea acestui obiectiv. În măsura în care sunt urmărite multiple obiective de politică monetară, fără identificarea superiorității unuia dintre acestea, băncile centrale devin vulnerabile în atingerea cu succes a tuturor obiectivelor, și respectiv politica monetară nu capătă un caracter optim.

Cadrul *operațional* este identificat prin formularea explicită a unei ancore nominale, fie finale (cazul regimului de țintire directă a inflației), fie intermediare (cazul regimului de țintire a agregatelor monetare, a cursului de schimb), existența unui mecanism de transmisie a deciziilor de politică monetară dezvoltat și definitivat, precum și capacitatea sporită de prognoză și estimare a inflației și a indicatorilor macroeconomici.

Cercetând cu precauție curente și școlile gândirii economice, autorul susține lucrările adeptilor teoriei așteptărilor raționale privind posibilitatea optimizării comportamentale a agenților economici în ceea ce privește consumul, economiile și deciziile investiționale, fapt care nemijlocit se va reflecta în capacitatea autorității monetare de a asigura realizarea obiectivului privind stabilitatea prețurilor. Totodată, autorul pledează pentru ideile promovate de neokeynesiști, în principal de Roberts, Gali, Gertler precum procesul inflaționist este dependent atât de așteptările inflaționiste raționale, cât și de valorile inflației din perioada precedentă, punând astfel accentul asupra componentei de backward-looking în procesul de formare a prețurilor. În viziunea autorului evoluția inflației este dependentă de mixul dintre așteptările inflaționiste adaptive și cele raționale, dar cu condiționalitatea prevalării așteptărilor inflaționiste raționale, dat fiind faptul că actualmente procesul decizional este bazat pe principiile și potențialul evolutiv al mediului informațional.

Cu toate acestea s-a demonstrat că la baza formării așteptărilor inflaționiste stau gradul de credibilitate în autoritatea monetară, gradul de receptivitate și de asimilare a informațiilor furnizate,

precum și capacitatea grupurilor-țintă în utilizarea acestor informații, alături de nivelul de transparență, independență și responsabilitate a băncii centrale.

Studierea teoriilor asociate așteptărilor inflaționiste au elucidat rolul indispensabil al acestora în contextul mecanismului de transmisie al deciziilor de politică monetară și în promovarea unei politici monetare optime, de natură să asigure obiectivele propuse.

În cadrul studiului a fost pusă în evidență importanța desăvârșită a cadrului instituțional în procesul de gestiune a așteptărilor inflaționiste și necesitatea independenței, transparenței și comunicării, precum și responsabilității autorității monetare în procesul de eficientizare și optimizare a politicii monetare prin impact, fiind considerați de autorul tezei pilonii credibilității unei bănci centrale. Este dificil de a obliga o bancă centrală de a răspunde la acei piloni ai credibilității în condițiile în care nu este definit un cadru transparent de promovare și implementare a politicii monetare.

Pornind de la afirmația precum autoritatea monetară dispune de prerogativa de a gestiona așteptările inflaționiste prin implementarea cadrului instituțional bazat pe principiul independenței, transparenței și responsabilității pentru acțiunile sale în materie de politică monetară, a fost definitivat un mecanism de formare a așteptărilor inflaționiste, susținând ideea precum gestiunea și ancorarea așteptărilor inflaționiste reprezintă primul pas pentru controlul inflației.

În capitolul ce urmează au fost propuse sarcinile de confirmare metodologică și aplicativă a rolului indispensabil al gestiunii așteptărilor inflaționiste în optimizarea politicii monetare făcând referire la experiența internațională, cercetând cu precauție politica monetară a celor mai de succes bănci centrale mondiale din perspectiva asigurării obiectivului de stabilitate a prețurilor.

2. GESTIUNEA AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE DIN PERSPECTIVA EXPERIENȚEI INTERNAȚIONALE

2.1. Tendințele cadrului instituțional ale principalilor bănci centrale

Cercetarea aspectelor teoretice și aplicative aferente așteptărilor inflaționiste, rolul și locul acestora în promovarea politicii monetare, caracteristicile acestora indiferent dacă sunt adaptive sau raționale, cuantificarea acestora, răspunsul acestora la schimbările de politică monetară sunt laturile dezbaterii intense care au găsit reflectare în literatura de specialitate. Opiniile și viziunile sunt multiple în funcție de perioadele de timp și curente de gândire economică. Cu toate acestea, actualmente un aspect asupra căruia există un acord este reflectat de faptul că, în timp ce inflația afectează puterea de cumpărare, așteptările inflaționiste sunt cele care afectează comportamentul oamenilor în modul care are un impact economic pe termen lung.

În acest context gestiunea și ancorarea așteptărilor inflaționiste reprezintă primul pas pentru controlul inflației și minimizarea costurilor asociate, în special în prezența unor șocuri adverse mari. În acest sens, capacitatea autorității monetare de a fundamenta calitativ cadrul instituțional contribuie la îndeplinirea mai eficientă a obiectivului de politică monetară. În vederea conferirii reprezentativității practice cercetării și interdependenței dintre cadrul instituțional al autorității monetare și condiționalitatea acestuia la fundamentarea așteptărilor inflaționiste pe de o parte și, respectiv, obiectivul de politică monetară privind asigurarea stabilității prețurilor pe de altă parte, a fost propus studierea acestui aspect în contextul experienței internaționale.

Unul dintre aspectele cadrului instituțional asociat gestiunii așteptărilor inflaționiste reprezintă obiectivele băncii centrale în cazul în care statutul legal al băncii prevede una dintre aceste alternative. Teoria și practica economică a definitivat existența a următoarelor obiective care stau la baza promovării politicii monetare:

- 1) stabilitatea prețurilor;
- 2) creșterea economică;
- 3) ocuparea deplină a forței de muncă;
- 4) sustenabilitatea balanței de plăți;
- 5) stabilitatea cursului de schimb;
- 6) stabilitate financiară.

Experiența internațională (Tabelul 2.1) a confirmat posibilitatea urmării multiplelor obiective de politică monetară, deși literatura de specialitate combate această practică, în măsură în care aceste obiective sunt concurente. Acest lucru putem observa în cazul Sistemului Rezervelor Federale (SUA).

Tabelul 2.1. Obiectivele politicii monetare urmărite de băncile centrale ale țărilor G7 la situația din iunie 2022

Autoritatea monetară	Obiectivul final
Sistemul Rezervelor Federale (SUA)	-stabilitatea prețurilor
	-ocuparea deplină a forței de muncă
	-rate moderate ale dobânzilor pe termen lung
Banca Canadei	păstrarea valorii banilor prin menținerea inflației scăzute și stabile
Banca Angliei	-inflație scăzută și stabilă; -susținerea și celorlalte obiective economice ale Guvernului, precum creșterea economică și ocuparea forței de muncă
Bundesbank (Germania)	stabilitatea prețurilor (obiectivul fundamental al Eurosistemului în contextul Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene)
Banca Japoniei	stabilitatea prețurilor, cu repercusiuni asupra dezvoltării economice
Banca Centrală Europeană	menținerea stabilității prețurilor (conform art. 127 alin.(1) din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene: „Fără a aduce atingere obiectivului stabilității prețurilor”, Eurosistemul „sprijină, de asemenea, politicile economice generale ale Uniunii”. Acestea includ ocuparea deplină a forței de muncă și creșterea economică echilibrată.
Banca Franței	stabilitatea prețurilor (obiectivul fundamental al Eurosistemului în temeiul Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene)
Banca Italiei	stabilitatea prețurilor (obiectivul fundamental al Eurosistemului în temeiul Tratatului privind funcționarea Uniunii Europene) stabilitatea și eficiența sistemului financiar, punând astfel în aplicare principiul protecției economiilor consacrate în Constituție (articolul 47 afirmă că „Republica încurajează și protejează economia în toate formele sale, reglementează, coordonează și controlează și acordarea de credite”)

Sursa: elaborat de autor în baza statutului legal al Băncilor Centrale publicat pe web site-urile oficiale ale băncilor respective

Deși, statutul SRF prevede urmărirea așa numitului dublu mandat, actul enumeră trei obiective distincte ale politicii monetare, precum ocuparea deplină a forței de muncă, prețuri stabile și rate moderate ale dobânzilor pe termen lung. Argumentul principal fiind „asigurarea unei economii în care persoanele care doresc să lucreze fie au un loc de muncă, fie sunt capabile de a găsi unul destul de rapid și în care nivelul prețului (adică o măsură a prețului bunurilor și serviciilor achiziționate de consumatori) este stabil, fiind condițiile necesare pentru stabilirea ratelor dobânzilor la niveluri

moderate pe termen lung” [200]. FOMC (Comitetul Federal al Pieței Deschise) consideră că o inflație scăzută și stabilă la o rată de 2,0 la sută pe an, măsurată prin indicele prețurilor de consum este în concordanță cu realizarea ambelor părți ale dublului mandat, fără a specifica un obiectiv fix cantitativ pentru ocuparea forței de muncă, deoarece nivelul maxim de ocupare a forței de muncă este în mare măsură determinat de factorii nemonetari care afectează structura și dinamica pieței muncii; acești factori au capacitatea de a se schimba în timp și, respectiv, nu pot fi direct măsurabili.

În același timp, FOMC acordă o deosebită atenție transparenței acțiunilor sale urmărind atingerea dublului mandat. În fiecare an, FOMC explică într-o declarație publică modul în care își interpretează obiectivele politicii monetare și principiile care orientează strategia de realizare a acestora. Sunt declarate public prognozele aferent situației de pe piața muncii, oferind totodată publicului o informație amplă asupra mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară (Fig. 2.1). [200]

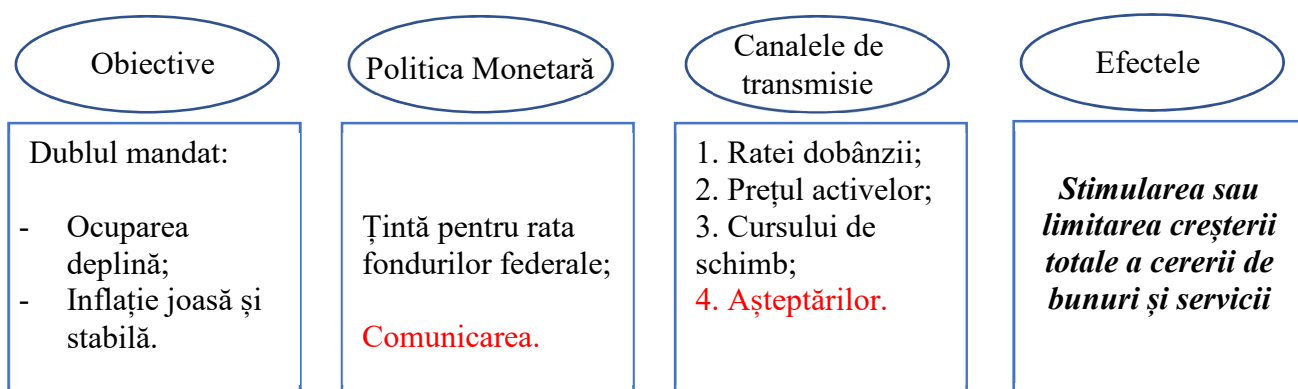


Figura 2.1. Mecanismul de transmisie a deciziilor de politică monetară în SUA

Sursa: [200]

Astfel, din figura respectivă de subliniat că, politica monetară în SUA funcționează prin impulsivitatea sau atenuarea creșterii cererii globale de bunuri și servicii în economie. Atunci când cererea generală încetează în raport cu capacitatea economiei de a produce bunuri și servicii, șomajul tinde să crească, iar inflația tinde să scadă. În acest context, FOMC contribuie la stabilizarea economiei prin stimularea cererii globale printr-o relaxare a politicii monetare care reduce dobânzile. Și situație inversă, când cererea agregată pentru bunuri și servicii este sporită, nivelul șomajului scade, iar inflația devine accelerată. Într-o astfel de situație, SFR poate orienta activitatea economică spre niveluri mai sustenabile și poate menține inflația sub control prin înăsprirea politicii monetare prin creșterea ratelor dobânzilor. În acest sens, de menționat că, ratele percepute pentru împrumuturile pe termen lung sunt legate de așteptările privind modul în care politica monetară și economia urmează să evalueze. Astfel, comunicările SRF aferent cursului potențial al ratelor dobânzilor pe termen scurt

și celor asociate perspectivelor economice, contribuie la ghidarea acestor așteptări din perspectiva gestiunii acestora [200]. Din figura respectivă, de remarcat rolul și locul politicii de comunicare și transparență, alături de conturarea canalului așteptărilor inflaționiste în cadrul mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară, ceea ce de fapt pune în evidență preocuparea SRF în ghidarea și formarea așteptărilor inflaționiste ca parte integrantă a procesului inflaționist.

În prezent, majoritatea băncilor centrale unanim au acceptat să urmărească obiectivul de asigurare și menținere a stabilității prețurilor pe termen mediu, confirmând avantajele acestui obiectiv. Recunoașterea faptului că rezultatele politicii monetare depind de așteptările inflaționiste sugerează evaluarea politicii monetare prin compararea performanțelor autorităților monetare pe plan global în materie de stabilitate a prețurilor.

Asigurarea obiectivului politicii monetare privind stabilitatea prețurilor stipulat în statutul sau legea autorității monetare este condiționată de alegerea regimului de politică monetară, fie prin stabilirea unei ancore directe precum inflația, fie prin identificarea unor ținte intermediare, precum cursul de schimb sau agregatele monetare. Cadrul instituțional și operațional de promovare a politicii monetare asociat regimului ales, alături de dezvoltarea instituțională, capacitatea și potențialul economic al țării, deschiderea piețelor financiare și alegerea regimului cursului de schimb stau la baza realizării acestui obiectiv. Ultimele două făcând parte din principiul trinității imposibile de funcționare a regulilor de politică monetară.

Pornind de la aceste considerente, în conformitate cu Raportul anual al FMI aferent aranjamentelor și restricțiilor cursului de schimb pentru anul 2020 [191] (Fig. 2.2), de remarcat că regimului de țintire a cursului de schimb îi dau prerogativa 80 de autorități monetare din totalitatea țărilor lumii (192 țări), deținând o pondere majoritară de 41,7 la sută. Aici sunt incluse regimurile de țintire a cursului de schimb cu următoarele aranjamente: consilii monetare (11 țări), curs de schimb fără separarea mijlocului legal de plată (13 țări), curs fix convențional (39 țări), crawling peg (3 țări), curs de schimb stabilizat (9 țări), aranjamente de stabilizare a cursului de schimb de tip crawl (3 țări) presupune ajustarea ratelor de schimb ca răspuns la evenimentele externe, inclusiv diferențele de inflație între țări, presiunile fluxurilor de capital și noile tendințe în comerțul mondial și, respectiv, alte aranjamente gestionate (2 țări).

Urmează categoria alte regimuri de politică monetară cu o pondere de 24,5 la sută, care include 47 de țări ce nu declară explicit o ancoră nominală, dar monitorizează diverși indicatori în procesul de promovare și realizare a politicii monetare, precum face SUA, țările asociate Uniunii Economice și Monetare Europene – Austria, Belgia, Germania, Franța, Italia, Portugalia, Spania, Finlanda, Grecia etc. În categoria altele sunt incluse și băncile centrale ale țărilor care de facto mențin o ancoră a

cursului de schimb față de dolarul SUA, dar de jure nu o declară explicit – Azerbaidjan, Egipt, Republica Kârgâză, Uzbekistan. Totodată, aici găsim reflectare și țările, ale căror autoritățile monetare sunt în tranziție la țintirea inflației, precum Mozambic, Kenya, Tunisia și subcategoria celor care nu au actualmente un cadru de politică monetară – Banca Centrală a Somaliei.

De menționat că, 43 (22,4 la sută ca pondere) de bănci centrale promovează și implementează politica monetară prin prisma regimului de țintire a inflației. Printre țările care implementează politica monetară prin prisma cadrului asociat regimului de țintire a inflației se enumeră: Noua Zeelanda, Canada, Marea Britanie, Suedia, Cehia, Polonia, Armenia, România, Republica Moldova etc. Un număr de doar 22 țări (11,4 la sută) dau prerogativa regimului de țintire a agregatelor monetare. Aici se regăsesc țările precum Belarus, China, Bangladesh și o bună parte a țărilor de pe continentul african.

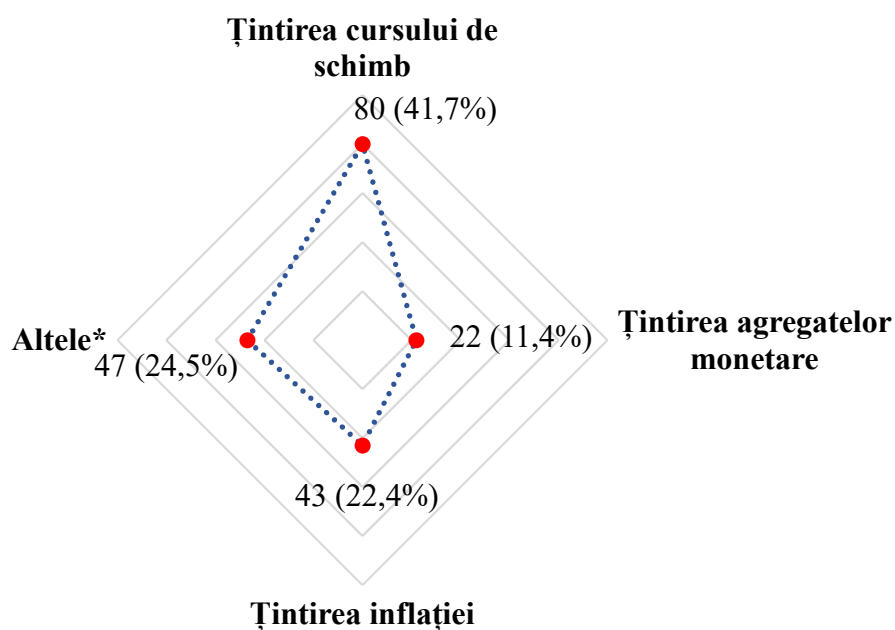


Figura 2.2. Structura regimurilor de politică monetară în funcție de repartitia acestora pe țări la situația din 25 august 2021

Sursa: elaborată de autor după [191]

**include țările care urmăresc ancoră nominală explicită statutar, dar de fapt monitorizează diverși indicatori în realizarea politicii monetare.*

Gestiunea așteptărilor inflaționiste se efectuează în funcție de regimul de politică monetară implementat, luând ca reper criteriul trinității imposibile, fiind abordat detaliat în subcapitolul 1.1. De reiterat că în studiile analitice și empirice de specialitate, se vehiculează ideea că transparența unei bănci centrale este o prerogativă a regimului de țintire directă a inflației, fapt confirmat prin figura 2.3. Se observă că un indice de transparență înalt este asociat băncilor centrale, care promovează politica monetară în corespundere cu regimul de țintire a inflației, fiind urmate de altele, referitoare la cele cu ancore implicite.

Cele mai puțin transparente sunt băncile centrale care promovează politica monetară prin intermediul cadrului de țintire a cursului de schimb și cel al agregatelor monetare, înregistrând un indice în proximitatea valorii 5. Totodată, de remarcat saltul în transparență a băncilor cu regimul de țintire a agregatelor monetare, ajungând spre finele perioadei de analiză pe cele cu regimul de țintire a cursului de schimb. Per ansamblul, de concluzionat că persistă o tendință de deschidere a băncilor centrale pe parcursul perioadei 1998 – 2019 indiferent de regimul adoptat, subliniind că autoritățile monetare tot mai mult optează pentru o transparență a activității sale, mizând considerabil pe acest pilon al gestiunii așteptărilor inflaționiste.

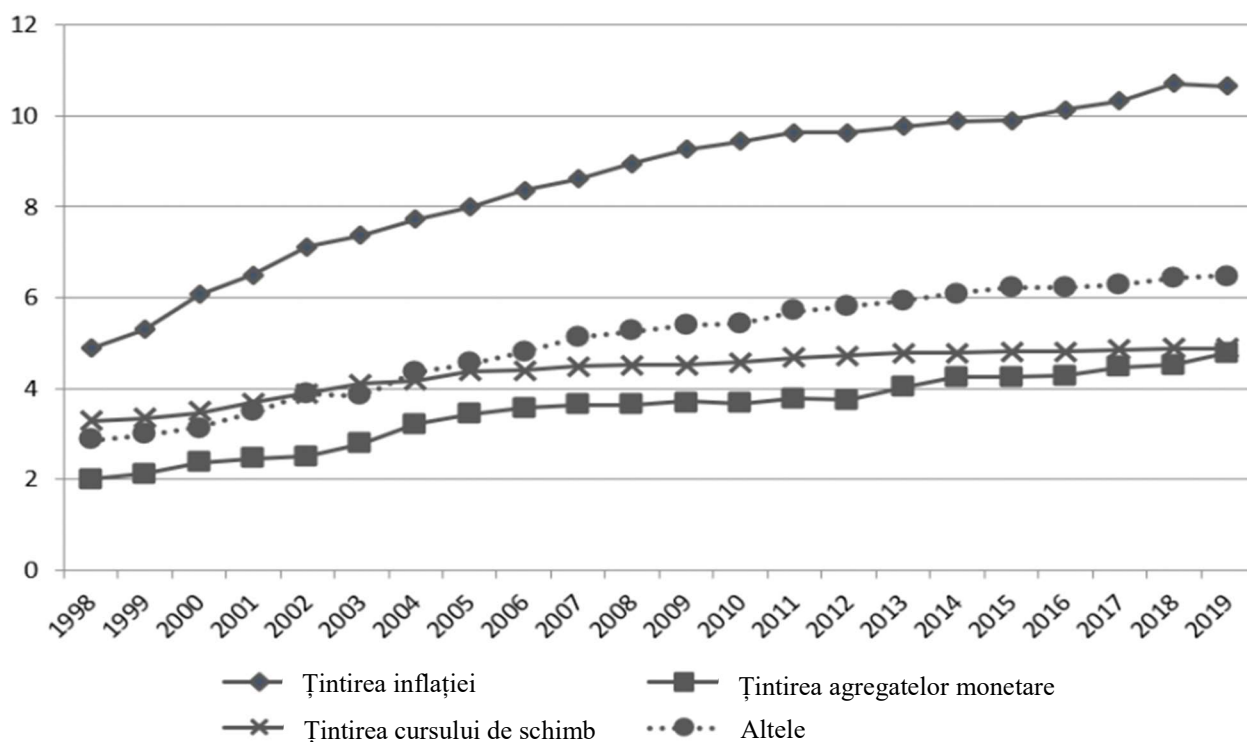


Figura 2.3. Dinamica transparenței băncilor centrale în funcție de regimurile de politică monetară în perioada 1998-2019

Sursa: [77, p. 340]

În cele din urmă, autorul concluzionează că regimul de politică monetară și, respectiv, cadrul de politică monetară, asociat regimului ales de autoritatea monetară în funcție de specificul conjunctural și economic al țării, determină gradul de transparență și comunicare al băncii centrale în materie de politică monetară, ceea ce, nemijlocit, se reflectă asupra procesului de formare și capacității băncii de a gestiona așteptările inflaționiste raționale. Astfel, autoritățile monetare, care implementează și promovează politica monetară prin intermediul regimului de țintire a inflației, se

bucură de o capacitate mai înaltă în gestiunea așteptărilor inflaționiste raționale, comparativ cu cele asociate altor cadre de politică monetară.

Pornind de la aceste constatări, e necesar de menționat că principiile comunicării și transparenței băncilor centrale au evoluat de-a lungul anilor secolului XX și XXI (Tabelul 2.2). Dacă Montague Norman [160, p.11] guverna Banca Angliei sub afirmațiile contextuale „*Nu explica niciodată, nu-ți cere scuze niciodată*”, atunci Mark Carney [46] în funcția de guvernator al aceleiași bănci centrale susține că „*Practica băncii centrale subliniază în mod constant că implementarea și comunicarea politicii monetare pot fi la fel de importante ca și proiectarea acesteia*”.

Situația similară a fost identificată și în cazul Sistemului Federal al Rezervelor SUA, atunci când Paul Volcker [în 103, p.76-77] limita procesul de transparență afirmând că „*Comunicarea imediată a deciziilor noastre ar putea însemna că suntem dedicați anumitor operațiuni care depind de evenimentele viitoare, iar aceste așteptări ar tinde să diminueze flexibilitatea noastră operațională*”, în schimb Ben Bernanke [26] opta pentru o deschidere informațională mai extinsă, menționând că „*Strategia noastră de comunicare ajută la ancorarea așteptărilor de inflație pe termen lung, oferind Rezervei Federale o flexibilitate mai mare pentru a răspunde evoluțiilor pe termen scurt*”.

Tabelul 2.2. Evoluția comunicării și transparenței băncilor centrale

Perioada	Guvernator	Banca Centrală	Principiile comunicării/transparenței
1922	Montague Norman	Banca Centrală a Angliei	“Never explain, never excuse”
1984	Paul Volcker	Sistemul Federal al Rezervelor SUA	“One danger in immediate release of the directive is that certain assumptions might be made that we are committed to certain operations that are, in fact, dependent on future events, and these interpretations and expectations would tend to diminish our needed operational flexibility.”
2013	Ben Bernanke	Sistemul Federal al Rezervelor SUA	“(communication strategy) By helping to anchor longer-term expectations, <i>this transparency</i> gives the Federal Reserve greater flexibility to respond to short-run developments.”
2015	Mark Carney	Banca Centrală a Angliei	“The practice of central banking constantly underscores that implementation and communication of policy can be as important as its design.”

Sursa: elaborat de autor în urma sintezei literaturii [26], [46], [103], [160].

Astfel, se confirmă faptul că principiile comunicării și transparenței băncilor centrale și-au consolidat pozițiile pe parcursul anilor prin prisma recunoașterii rolului indispensabil al acestora în asigurarea obiectivelor propuse de autoritatea monetară. Aceasta la rândul său confirmă preocuparea și interesul sporit al băncilor centrale asupra procesului de formare și de gestiune a așteptărilor inflaționiste, mizând considerabil pe ancorarea așteptărilor inflaționiste în vederea asigurării stabilității prețurilor.

Cadrul instituțional al băncilor centrale a fost supus cercetării practice și evaluării de mulți economiști de talie internațională. În lucrarea sa Bade și Parkin [14] au găsit cele mai independente bănci centrale din Germania și Elveția, acordându-le punct maxim de 4 pe fondul autorității depline a băncii în formularea politicii monetare și prerogativei numirii independente de guvern a unor membri în consiliu de administrație. Urmează băncile centrale din Japonia și SUA cu un punctaj de 3 în condițiile în care băncile respective dețin autoritatea deplină în formularea politicii monetare, însă toate numirile în consiliu de administrație sunt făcute de guvern. Belgia, Canada, Franța, Italia, Olanda, Suedia și Marea Britanie au recepționat un scor de 2 puncte, și, respectiv, cea mai puțin independentă bancă centrală s-a dovedit a fi Banca Australiei.

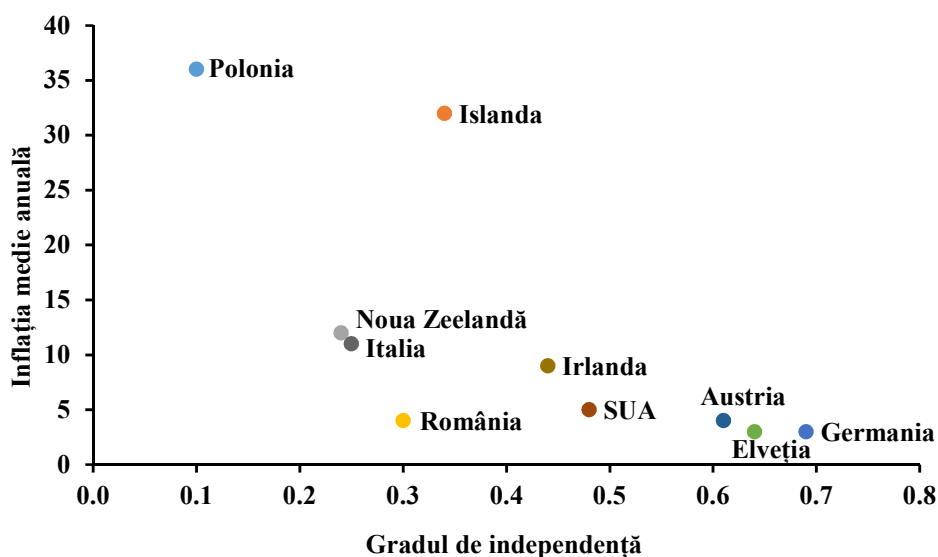


Figura 2.4. Corelația dintre inflație și gradul de independență a unor bănci centrale în perioada 1980-1989

Sursa: elaborată de autor în baza Tabelului nr.2 [69, p. 362]

Cukierman și alții [69] au efectuat o analiză detaliată a relației dintre independența băncii centrale și inflație, conferind metodologiei cele patru criterii de independență: independența personală, independența instituțională, independența operațională, independența financiară, ajungând la concluzia că o independență sporită implică o inflație redusă, fapt observabil în figura 2.4. Astfel,

băncile centrale din Germania, Elveția, Austria în perioada analizată de Cukierman și alții [69] erau cele mai independente în condițiile unei inflații joase, în schimb Banca Națională a Poloniei consemna o inflație sporită, dar și un grad de independență redus.

Ceva mai târziu, evaluarea cadrului instituțional al băncilor centrale a fost efectuată și de Hayo și Neuenkirch [113], care per general au ajuns la concluzia că o calitate superioară percepută a comunicării băncii centrale consolidează credibilitatea autorității monetare și contribuie la perceperea sporită a independenței și predictibilității băncii centrale. De menționat că, sondajul efectuat de Hayo și Neuenkirch în 2013 cuprindea 550 de participanți pe piața financiară din întreaga lume asupra celor patru bănci centrale: Sistemul Rezervelor Federale, Banca Centrală a Angliei, Banca Centrală a Japoniei, Banca Centrală Europeană. Rezultatele sondajului au demonstrat că percepția eficacității comunicării și transparenței băncilor centrale este corelată pozitiv cu credibilitatea și independența acestora. În același timp, figura 2.5 pune în evidență, abilitățile de comunicare mai superioare în cazul Sistemului Rezervelor Federale, obținând 7 din 10 puncte posibile, precum și o credibilitate sporită de 3.1 puncte din 4 posibile.

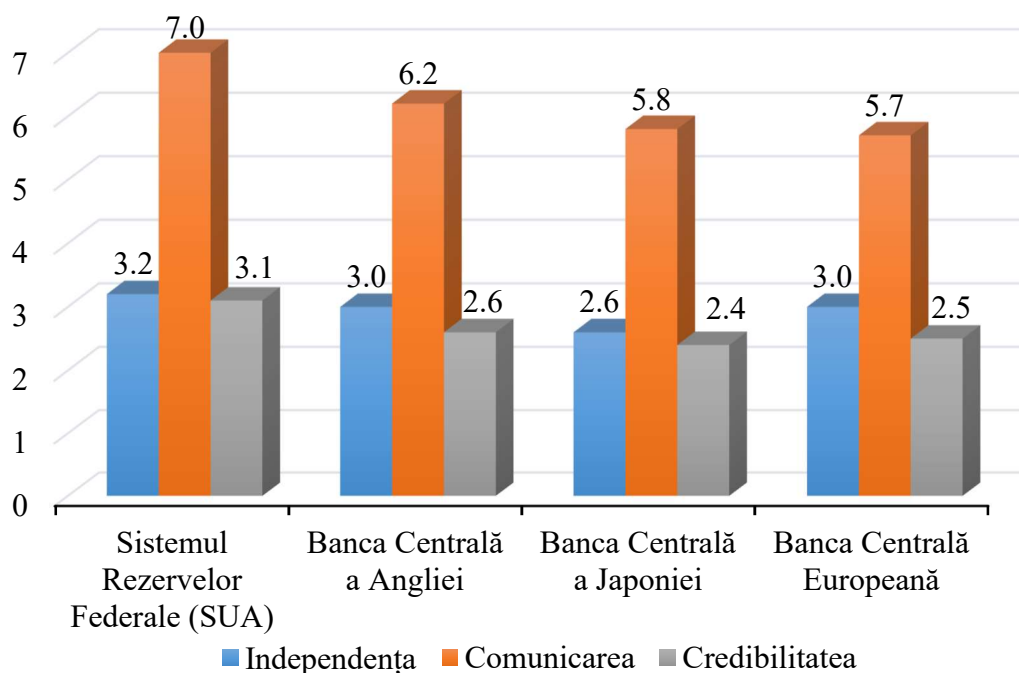


Figura 2.5. Evaluarea pilonilor cadrului instituțional al celor mai de succes bănci centrale la situația din anul 2013

Sursa: elaborată de autor după [113]

Întrebarea din sondaj asociată independenței băncilor centrale se referă la probabilitatea deteriorării gradului de independență pe fondul măsurilor de politică monetară întreprinse de autoritățile monetare analizate în perioada crizelor financiare. Punctajul maxim de 5 este asociat

răspunsului ce prevede dezacord total. În urma studiului efectuat, Hayo și Neuenkirch [113] au constatat că comunicarea bine percepută a băncii centrale ajută la evitarea unei posibile deteriorări a independenței. Totodată, majorarea cu o unitate a capacității de comunicare unei bănci centrale contribuie la atenuarea dublă a probabilității de a nu fi de acord cu afirmația despre deteriorarea independenței. În același timp, acest sondaj a pus în evidență și unele comentarii ale respondenților, Hayo și Neuenkirch [113] au remarcat următoarele:

- În cazul SRF, declarațiile sunt clare și concise după fiecare comitet de politică monetară, și, respectiv, minutele ședințelor sunt scrise bine cu aspecte argumentative;
- Banca Angliei publică minutele ședințelor pe probleme de politică monetară foarte bune și calitative, dar nu au declarații regulate, aici respondentul nu a menționat cauzele expunerii sale și, respectiv, se atestă o subiectivitate a celor intervievați, confirmând astfel aspectele dezavantajate și subiective ale efectuării sondajelor abordate în contextul capitolului 1 al tezei;
- Banca Japoniei comunică într-o manieră complicată, greoaie, astfel încât grupurile-țintă nu asimilează la justa valoare totalitatea informațiilor furnizate de autoritatea monetară;
- Utilitatea declarațiilor BCE aferente problemelor de politică monetară și a conferințelor de presă, dar lipsa minutilor/proceselor verbale ale ședințelor comitetului.

Generalizând figura 2.5, de menționat că toate cele patru bănci centrale supuse analizei, mizează pe o comunicare și independență sporită pe fondul unui grad ridicat de credibilitate, cele mai reprezentative punctaje deținând Sistemul Rezervelor Federale, fiind urmat de Banca Centrală a Angliei. Aceasta la rândul său explică și confirmă rolul și preocuparea celor mai de succes bănci centrale în procesul de comunicare, transparență, independență și responsabilitate a acestora din perspectiva gestiunii așteptărilor inflaționiste în direcția asigurării obiectivului de politică monetară și în cele din urmă la asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu ale respectivelor autorități monetare.

Eijffinger S., Geraats P. [80] în lucrarea sa au cuantificat gradul de transparență a băncilor centrale din Australia, Canada, Japonia, Noua Zeelanda, Suedia, Elveția, Anglia și SUA la situația din iunie 2002. Cele mai transparente bănci centrale conform rezultatelor obținute au fost Banca Rezervelor din Noua Zeelanda și Banca Centrală a Suediei cu 14 puncte din cele 15 posibile, fiind urmate de Banca Angliei cu 13 puncte și Sistemul Rezervelor Federale cu 10 puncte. Cel mai diminuat nivel a fost înregistrat în cazul Băncii Centrale a Elveției cu 7,5 puncte și Banca Japoniei cu 8 puncte din 15 posibile.

Studiul lui Dincer și Eichengreen [75] reflectă evoluția gradului de transparență a băncilor centrale în perioada 1998-2014 (Fig. 2.6). În acest sens, de observat că transparența SRF, Băncilor Centrale ale Canadei, Noii Zeelanda și a Angliei pe parcursul celor șase ani s-a majorat cu ritmuri temperate, ceea ce nu putem spune despre Banca Centrală a Suediei, Banca Națională a Poloniei și Banca Națională a Cehiei, care au sporit accentuat gradul de transparență. Astfel, cea mai transparentă bancă centrală este cea a Suediei cu maximum de 15 puncte. Se cere menționat că Banca Națională a Poloniei a sporit considerabil transparența de la indicele de 3 în 1998 la 10,5 în anul 2014, în timp ce Banca Națională a Cehiei și-a consolidat semnificativ acțiunile în direcția transparentizării politicii monetare pe parcursul perioadei 1998-2014 până la 14,5 puncte din posibile 15.

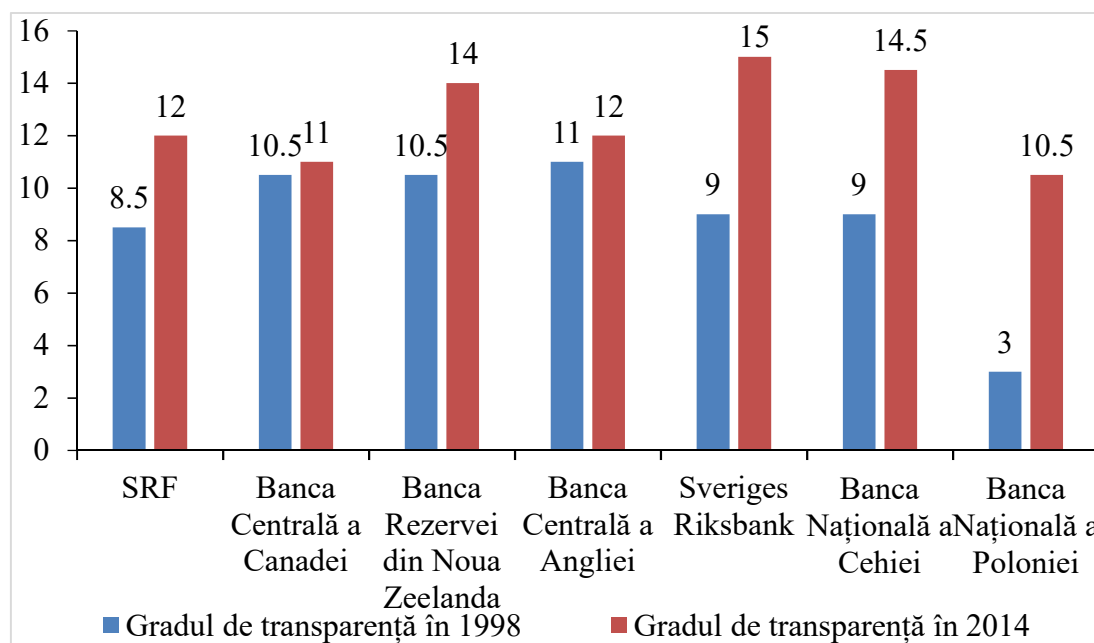


Figura 2.6. Evoluția transparenței băncilor centrale în perioada 1998-2014

Sursa: compilările autorului după [75]

În cea mai recentă publicație „*Trends in monetary policy transparency*”, din martie 2022, Dincer, Eichengreen și Gerrats [77] au dat o evaluare mai extinsă celor mai transparente bănci centrale mondiale în funcție de cele 5 aspecte ale transparenței: politică, economică, procedurală, a politicii de deschidere și cea operațională.

De menționat că, toate băncile supuse analizei cu excepția celor din SUA și Japonia, înregistrează un scor de 2,5 din posibilul 3,0 la aspectul ce ține de transparența economică. În schimb la transparența politică, băncile centrale din SUA și Japonia pierd din puncte, acumulând câte 2,0 din posibile 3,0 pe seama punctului ce ține de obiectivele formale primare fără priorizare și independenței explicite a instrumentelor utilizate în cazul SUA, și respectiv, cuantificarea obiectivului/obiectivelor principale de politică monetară în cazul Japoniei. Aferent Uniunii Monetare Europene, aceasta nu

furnizează înregistrările individuale ale voturilor într-un regim prompt, ceea ce reduce din transparența de deschidere a politicii. Această manevră este specifică și băncilor din Cehia, Norvegia, Ungaria, însă acestea furnizează informațiile respective însă cu o anumită întârziere. Cu toate acestea, Sveriges Riksbank se menține pe poziția de top, fiind urmată de Banca Centrală a Cehiei în transparența instituțională.

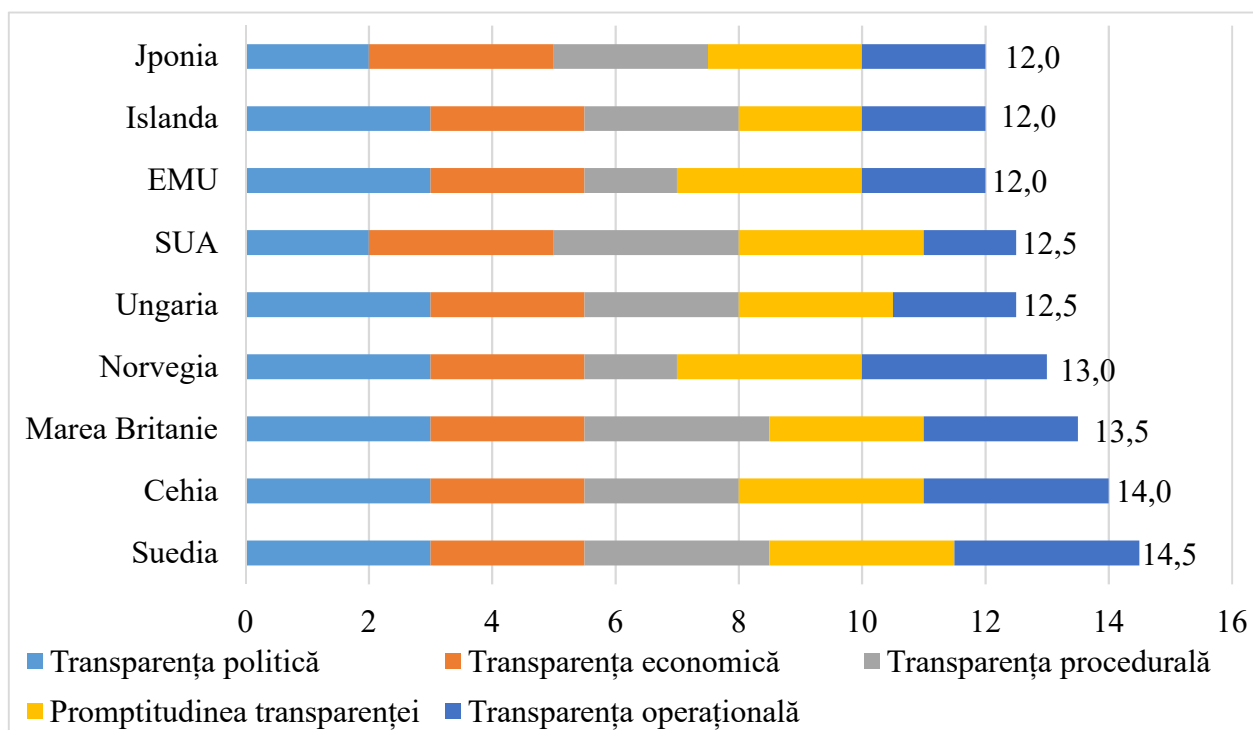


Figura 2.7. Indicele de transparență a băncilor centrale în funcție de cele cinci aspecte la situația anului 2019

Sursa: compilările autorului după [77]

În acest context, se profilează oportunitatea de valorificare a experienței unora din aceste bănci din perspectiva formării și gestiunii așteptărilor inflaționiste, cu implicațiile instrumentelor de comunicare care asigură nemijlocit gradul sporit de transparență alături de analiza performanței acestor autorități monetare în menținerea stabilității prețurilor în corespundere cu țintele de inflație stabilite. Totodată, studiile efectuate vor contribui la identificarea instrumentelor și canalelor de comunicare și transparentizare asociate gestiunii așteptărilor inflaționiste de natură recomandativă pentru alte autorități monetare.

2.2. Gestiunea așteptărilor inflaționiste din perspectiva asigurării obiectivului de politică monetară

În vederea evaluării cadrului instituțional de politică monetară asociat unui regim de țintire a inflației și definitivării rolului indispensabil al acestuia în procesul de formare și gestiune a așteptărilor inflaționiste din perspectiva asigurării performanței în atingerea obiectivului de inflație au fost selectate țările cu un regim de politică monetară compatibil cu cel al Republicii Moldova.

Cehia a fost prima țară cu o economie în tranziție, banca centrală căreia a recurs la implementarea regimului de țintire a inflației, fiind urmată de Banca Națională a Poloniei, care în prezent sunt considerate băncile centrale cu o transparență și independență sporită, fapt confirmat în subcapitolul anterior, experiența căroră, prin prisma instrumentelor de comunicare și responsabilizare a autorității monetare, reprezintă un exemplu demn de urmat de alte bănci centrale care promovează politica monetară în contextul regimului de țintire directă a inflației. La baza selectării Băncii Naționale a României, au stat aspectele ce țin de amplasarea geopolitică similară cu cea a Republicii Moldova, precedentă implementare a regimului de țintire a inflației și circumstanțele integrării României în Uniunea Europeană, precum și succesele deja obținute în asigurarea țintei inflaționiste, realizări care constituie atât interes, cât și exemplu pentru autoritatea monetară din Republica Moldova.

Începând cu anii 1990 odată cu argumentarea avantajelor stabilității prețurilor pe termen mediu, băncile centrale din Europa Centrală și de Est au recurs la abandonarea diverselor regimuri cu categorii de curs de schimb fix asociate țintei intermediare în favoarea strategiei de țintire directă a inflației, dintre care este Cehia, Polonia, România (Tabelul 2.3). În aceste cazuri, strategia a marcat succese chiar din primii ani de implementare, fapt confirmat prin temperarea procesului inflaționist și poziționarea ulterioară a acestuia în proximitatea țintei inflaționiste (Fig. 2.8).

Tabelul 2.3. Evaluarea cadrului instituțional de politică monetară în țările selectate

Țara	Obiectiv	Regimul de politică monetară/anul implementării	Ținta inflației	Regimul cursului de schimb [191]	Canale de transmisie a politicii monetare
Cehia	Mentținerea stabilității prețurilor. Fără a prejudicia obiectivul primar, BNC sprijină politicile economice generale ale Guvernului, care vor duce la creșterea economică durabilă	Țintirea inflației/1998	din 2010 – 2,0 la sută ± 1,0 p.p.	Flotant	-ratei dobânzii; -așteptărilor inflaționiste; -cursului de schimb.

Polonia	Stabilitatea prețurilor	Țintirea directă a inflației/ 1999	din 2004 – 2,5 la sută ± 1,0 p.p.	Liber flotant	-ratei dobânzii; -așteptărilor inflaționiste; -cursului de schimb; -creditului.
România	Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor	Țintirea directă a inflației/ 2005	din 2013 – 2,5 la sută ± 1,0 p.p.	de jure-flotare gestionată; de facto – a fost reclasificată retroactiv de la cel flotant la crawl-like în iulie 2016 și la cel stabilizat în ianuarie 2018, ambele făcând parte din aranjamente de tip soft pegs	-ratelor dobânzilor; -creditului; -cursului de schimb; -așteptărilor inflaționiste; -avuției și bilanț.

Sursa: elaborat de autor după statutul disponibil pe web site-urile băncilor centrale respective

Din figura 2.8, de subliniat că Banca Națională a Cehiei (BNC), implementând în 1998 regimul de țintire a inflației, și-a propus în calitate de ancoră nominală – rata netă a inflației, care presupunea indicele prețurilor de consum ajustat pentru prețurile administrate și modificările impozitelor indirecte [203] până în anul 2001, fiind și indicatorul comunicativ al inflației.

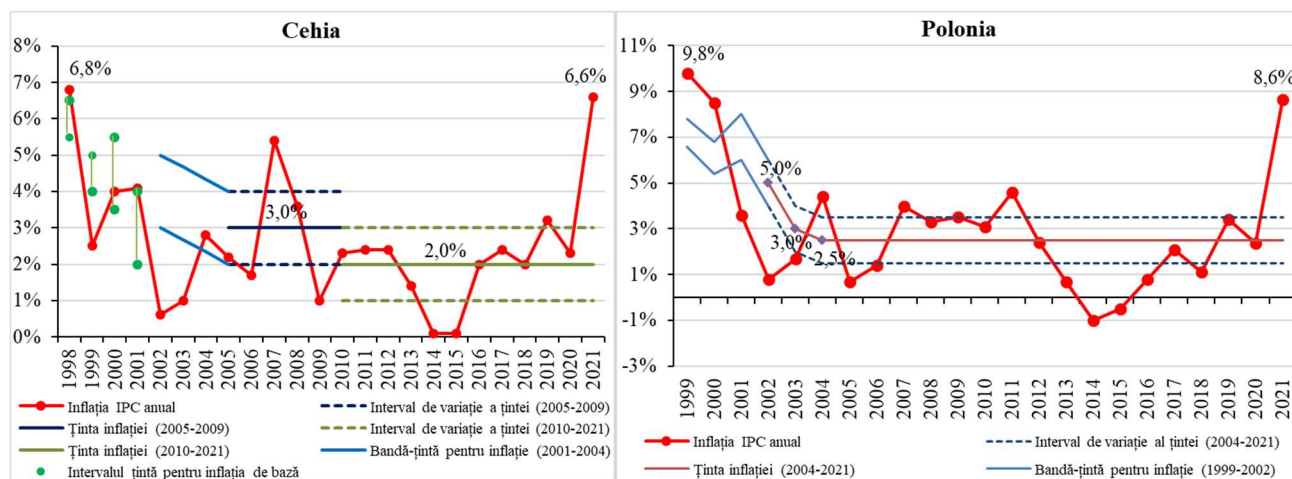


Figura 2.8. Performanța regimului de țintire a inflației în Cehia și Polonia din perspectiva asigurării obiectivului de politică monetară

Sursa: elaborată de autor în baza paginilor web oficiale ale băncilor centrale ale Cehiei și Poloniei

Pentru o mai bună ancorare a așteptărilor inflaționiste, BNC a anunțat de asemenea o bandă pentru ținta inflației de 5,5 - 6,5 la sută pentru luna decembrie 1998, iar pentru sfârșitul anului 1999 a fost stabilit un interval de țintire pe termen scurt de 4,0 - 5,0 la sută, pentru anul 2000 – o bandă de

3,5 - 5,5 la sută și respectiv pentru anul 2001 – o bandă de 2,0 - 4,0 la sută. În aprilie 2001, BNC a trecut la țintirea inflației exprimate prin indicii prețurilor de consum și a fost stabilită o bandă-țintă de 3,0 - 5,0 la sută începând cu ianuarie 2002 și se încheie în decembrie 2005 la 2,0 - 4,0 la sută. Pentru perioada ianuarie 2006 –decembrie 2009 a fost anunțat un obiectiv cantitativ de inflație de 3,0 la sută, cu o bandă de toleranță de 1,0 punct procentual în ambele direcții. În martie 2007, a fost anunțat un nou obiectiv de inflație de 2,0 la sută \pm 1,0 punct procentual cu intrarea în vigoare din ianuarie 2010, obiectivul cantitativ respectiv fiind urmărit până în prezent. [203]

Banca Națională a Poloniei urmărește obiectivul de menținere a stabilității prețurilor prin intermediul cadrului de politică monetară bazat pe țintirea directă a inflației din anul 1998, stabilind o bandă – țintă variabilă pentru perioada 1999-2001. Astfel pentru anul 1999 – 6,6 - 7,8 la sută; pentru anul 2000 – 5,4 - 6,8 la sută; pentru anul 2001 – 6,0 - 8,0 la sută; pentru anul 2002 a fost stabilită o țintă a inflației de 5,0 la sută \pm 1,0 punct procentual, iar pentru 2003 – o țintă a inflației de 3,0 la sută \pm 1,0 punct procentual. De la începutul anului 2004, ținta de inflație continuă a fost de 2,5 la sută, cu o bandă admisibilă de fluctuație de \pm 1,0 punct procentual, ceea ce semnifică că, în fiecare lună, indicii prețurilor de consum anual ar trebui să fie cât mai aproape de nivelul de 2,5 la sută [208].

Ce ține de experiența Băncii Naționale a României (Fig. 2.9), de menționat că regimul de țintire a inflației a fost implementat în 2005 cu stabilirea valorilor cantitative ale obiectivului de inflație în funcție de două etape [196]:

- etapa țintelor de inflație coborâtoare (2005-2012), stabilite în vederea consolidării unui trend descendent al inflației și asigurării unui nivel anual al inflației sustenabile pe termen mediu. Astfel, pentru anul 2005, BNR și-a propus un obiectiv cantitativ al inflației de 7,5 la sută cu o posibilă deviere în ambele direcții de 1,0 punct procentual, pentru anul 2006 ținta inflației constituia 5,0 la sută cu același nivel admisibil de deviație al țintei; ulterior, obiectivul de inflație a fost în continuă diminuare, consemnând nivelurile de 4,0 la sută, 3,8 la sută pentru anii 2007 și, respectiv, 2008; pentru anii 2009, 2010 – 3,5 la sută; pentru anii 2011, 2012 – 3,0 la sută, fiind menținut intervalul de variație al țintei de \pm 1,0 punct procentual.
- etapa unei ținte staționare multianuale de inflație (2013-prezent), presupune stabilirea unei ținte a inflației de 2,5 la sută cu o posibilă deviere de 1,0 punct procentual. Acest obiectiv cantitativ al inflației fiind asociat cu definiția de stabilitate a prețurilor pe termen mediu în economia României. [196]

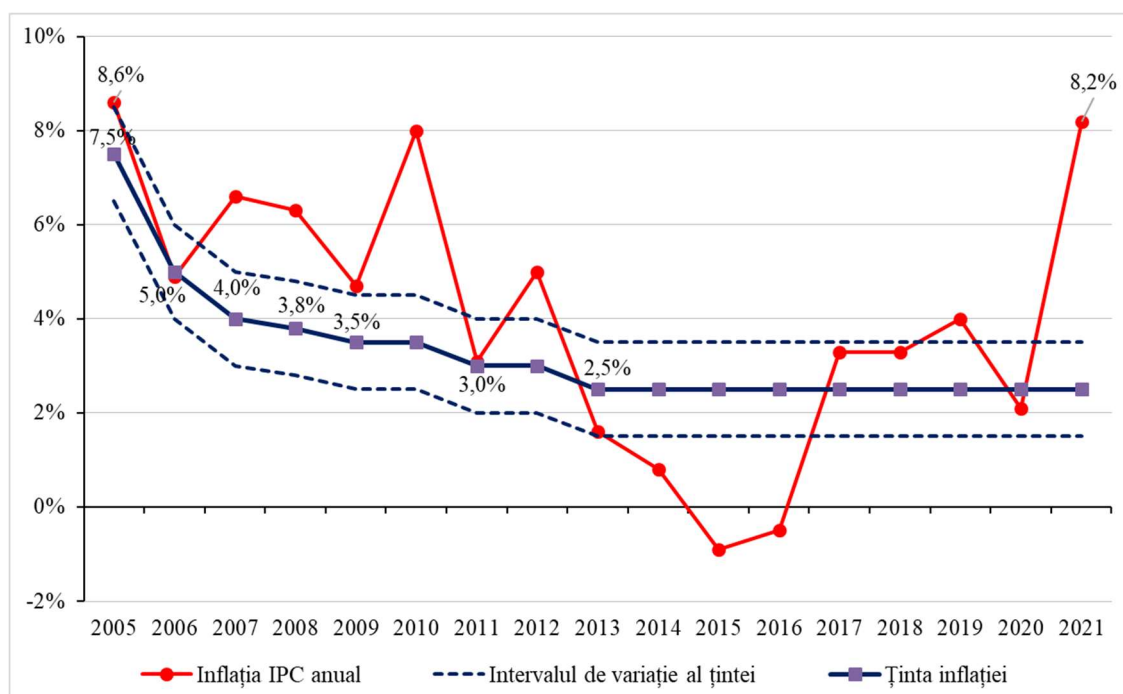


Figura 2.9. Performanța regimului de țintire a inflației din perspectiva asigurării stabilității prețurilor în România

Sursa: elaborată de autor în baza paginii web oficiale ale Băncii Naționale a României

Generalizând figurile 2.8 și 2.9, de remarcat că Banca Centrală a Cehiei din 1998 – anul implementării regimului de țintire directă a inflației, a reușit, în general, să gestioneze eficient inflația până în anul 2020, astfel încât inflația, la sfârșit de an, s-a poziționat în cadrul intervalului de confidență a țintei inflaționiste de treisprezece (13) ori în termeni anuali. Banca Centrală a Poloniei, odată cu implementarea regimului de țintire a inflației, a reușit să tempereze procesul inflaționist, rata inflației anuale variind în jurul orizontului de țintire cu o încadrare de nouă (9) ori în termeni anuali în perioada 1999-2020. În timp ce Banca Națională a României a reușit să asigure realizarea obiectivului privind inflația cu încadrarea ratei anuale a indicelui prețurilor de consum de șase (6) ori în termeni anuali în cadrul intervalului de variație al țintei pentru perioada 2005-2020.

Merită să se menționeze că anul 2021 marchează accelerarea inflației peste coridorul intervalului de variație al țintei urmărite în cazul celor trei bănci analizate. Factorii motorii în acest sens fiind relansarea economiilor în urma pandemiei de COVID-19, cotațiile înalte la materii prime, la combustibili, la prețurile alimentare internaționale, și nu în ultimul rând consecințele crizei energetice marcate la sfârșitul anului precedent.

Din tabelul 2.3, de menționat că toate băncile supuse cercetării dau prerogativa canalului așteptărilor inflaționiste în promovarea politicii monetare, ceea ce confirmă faptul că regimul de țintire directă a inflației pe lângă canalul ratei dobânzii, utilizează și cel al așteptărilor inflaționiste în

atingerea obiectivelor propuse, mizând considerabil pe credibilitatea sa, generată de transparență, independență și responsabilitate instituțională. De menționat că, Banca Națională a Cehiei, Banca Națională a Poloniei și Banca Națională a României și-au maximizat eforturile în direcția sporirii transparenței politicii monetare odată cu implementarea regimului de țintire a inflației, fapt confirmat în figura 2.10.

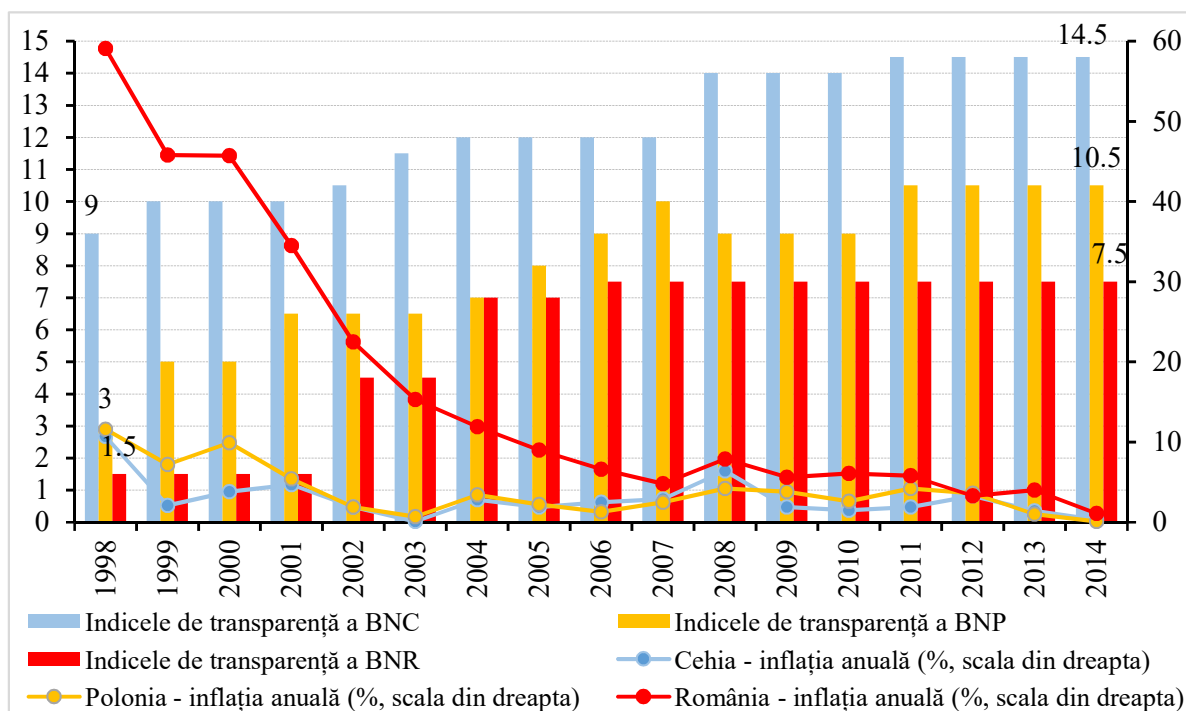


Figura 2.10. Evoluția indicelui de transparență a BNC, BNP, BNR în corespundere cu dinamica procesului inflaționist asociat acestor țări în perioada 1998-2014

Sursa: compilările autorului după [75] și paginile web oficiale ale băncilor centrale a Cehiei, Poloniei și României

De remarcat că, Banca Națională a Cehiei odată cu adoptarea strategiei de țintire a inflației în 1998 și-a asigurat un grad de transparență de 9 puncte din 15 posibile, cu majorarea ulterioară a acestuia până la 14,5 puncte în anul 2014. Aceeași situație s-a observat și în cazul BNP, care a consolidat poziția sa de banca transparentă, de la 5 puncte în 1999 la 10,5 puncte în 2014 și, respectiv, BNR la 7,5 puncte în 2014.

În același timp, figura respectivă pune în evidență rolul transparenței băncii centrale în asigurarea unei inflații joase și stabile și permite identificarea unei corelații inverse dintre gradul de transparență și procesul inflaționist. Astfel, de constatat că nivelurile înalte ale inflației sunt asociate unor grade scăzute de transparență, îndeosebi aceasta se observă în cazul BNR, când inflația a înregistrat nivelul de 59,1 la sută în anul 1998, fiindu-i asociat un indice de transparență de doar 1,5.

În această ordine de idei, băncile centrale analizate mizând pe transparență sporită și-au propus valorificarea canalelor și instrumentelor de comunicare în vederea asigurării obiectivului cantitativ al

inflației. Astfel, din perspectiva canalelor și instrumentelor de comunicare, de menționat că publicul acestor bănci centrale este informat despre obiectivul principal al politicii monetare și despre cadrul regimului de țintire a inflației prin care acest obiectiv este îndeplinit. Astfel, Banca Națională a Cehiei și a Poloniei au mizat pe credibilitatea și predictibilitatea sa, creând un cadru transparent capabil de a asigura o politică de comunicare eficientă. În acest sens, odată cu trecerea la regimul de țintire a inflației, principalul instrument al comunicării cu publicul a acestor trei autorități monetare a constituit publicația trimestrială – *Raportul asupra inflației*. Diferența în funcție de țară a fost marcată de faptul că Banca Națională a Cehiei și cea a României publicau prognoza cantitativă a inflației chiar din primele rapoarte, iar cea a Poloniei începând cu anul 2004, până atunci includea doar aprecieri referitoare la probabilitatea atingerii țintei inflaționiste.

De menționat că, Banca Națională a Cehiei din 1998 [204] publică *procesele verbale ale ședințelor* Consiliului de politică monetară pe pagina web a BNC și în Rapoartele asupra inflației cu includerea în cadrul proceselor verbale începând cu anul 2001 a raportului voturilor exprimate ale membrilor Consiliului. În vederea continuării promovării unei politici deschise de comunicare și transparență, BNC publică voturile personalizate exprimate de membrii Consiliului cu privire la deciziile de politică monetară începând cu anul 2008. În 2001, Consiliul de administrație al BNC a decis să *publice rapoartele de situație privind evoluțiile economice și monetare* cu o întârziere de șase ani, fiind principalul material de referință pentru discuțiile de politică monetară ale Consiliului, acesta fiind însoțit de procesul-verbal complet al discuțiilor. Primul set al acestor documente a fost publicat în ianuarie 2008. Începând cu mijlocul anului 2011, BNC face public *graficul riscurilor pentru proiecția inflației*, care cuprinde o evaluare schematică a balanței riscurilor la adresa inflației comparativ cu ultima prognoză a inflației.

De subliniat că, procesul decizional dintre două runde de prognoze este bazat anume pe instrumentul respectiv de analiză a impactului noilor informații asupra perspectivelor de evoluție a inflației și a ratei dobânzii, fiind în concordanță cu modelul de prognoză de bază, contribuind astfel la predictibilitatea și credibilitatea politicii monetare. Prin publicarea acestui grafic, BNC îmbunătățește și mai mult comunicarea politicii monetare și își consolidează poziția de una dintre cele mai transparente bănci centrale din lume [205].

În octombrie 2019, Banca Națională a Cehiei recurge la amplificarea gradului de transparență prin intermediul publicării în cadrul proceselor verbale ale ședințelor de politică monetară a opiniilor personalizate ale membrilor Consiliului băncii cu indicarea numelui acestora. Scopul atașării de nume la argumente este de a spori și mai mult valoarea informațională a proceselor-verbale și de a permite publicului să înțeleagă mai bine gândirea membrilor Consiliului băncii și motivele votului lor. Acestea

sunt publicate în decurs de 8 (opt) zile calendaristice după fiecare reuniune de politică monetară, începând cu cea din februarie 2020.

Făcând referire la Banca Națională a Poloniei, de menționat că aceasta optează pentru un șir complex de instrumente și canale în vederea asigurării comunicării explicite, transparenței și responsabilității sporite, alături de consolidarea credibilității instituționale. Prin prisma laturii strategice, începând cu anul 1999 BNP elaborează două rapoarte (obligație a Consiliului de politică monetară în conformitate cu art. 227 din Constituția Republicii Poloneze), denumite *Orientările politicii monetare (Monetary Policy Guidelines)* și *Raportul privind implementarea politicii monetare (Monetary Policy Report)*. Primul conține o definitivare a factorilor de natură internă și externă care condiționează realizarea politicii monetare pe parcursul anului ce urmează, sunt stipulate obiectivele pe termen scurt de politică monetară și, respectiv, instrumentele ce urmează a fi aplicate în vederea atingerii acestor obiective. În timp ce al doilea raport conține o evaluare a performanței în atingerea țintei inflaționiste, o descriere a condițiilor macroeconomice și instrumentelor de politică monetară utilizate în vederea asigurării obiectivului fundamental. Totodată, analizează realizarea prevederilor și sarcinilor propuse în cadrul raportului *Monetary Policy Guidelines*.

De considerat că, instrumentele respective de comunicare contribuie la o înțelegere mai sporită a deciziilor monetare, recepționarea de către publicul larg a legăturii de cauzalitate dintre ceea ce s-a propus și ce s-a realizat în funcție de acțiunile autorității monetare în vederea atingerii obiectivului său fundamental. Și nu în ultimul rând contribuie la amplificarea responsabilizării băncii centrale pentru acțiunile sale, deși Statutul BNP este lipsit de careva prevederi aferente justificărilor în cazul devierii de la țintă, cum ar fi în cazul Băncii Centrale a Angliei.

În același timp, din momentul implementării regimului de țintire a inflației în 1999, Banca Națională a Poloniei a promovat și implementat politica monetară în conformitate cu două strategii, *Strategia politicii monetare pe termen mediu (1999-2003)* și, respectiv, *Strategia politicii monetare valabilă după anul 2003*. Acest fapt merită a fi apreciat din perspectiva considerentelor precum revizuirea frecventă a strategiei afectează asimilarea și înțelegerea acesteia în rândurile publicului larg și, nu în ultimul rând pune în pericol credibilitatea autorității monetare.

Un alt instrument de comunicare al politicii monetare implementat în 2007 reprezintă *minutele proceselor-verbale ale ședințelor consiliilor de politică monetară*, BNP le publică de regulă peste o lună după ședința Consiliului de politică monetară, ceea ce găsim oportun și în timp util, confirmând gradul sporit de transparență a băncii. În același timp, în cadrul acestor procese-verbale sunt reflectate opiniile membrilor consiliului aferent deciziei adoptate fără menționarea numelui acestora, și opțiunile de vot personalizate ale membrilor lipsesc. Însă, cele din urmă se regăsesc pe pagina web oficială a

BNP în *rezultatele votului membrilor Consiliului de politică monetară*, care au devenit publice din aprilie 2011 în corespundere cu următoarele prevederi: în cazul în care decizia a fost adoptată, pozițiile de vot ale membrilor Consiliului sunt diseminate pe site-ul BNP imediat, în caz contrar acestea sunt publicate cu o întârziere de 6 săptămâni de la data votării.

Banca Națională a Poloniei publică și *avizul Consiliului de politică monetară aferent proiectului de lege privind bugetul*, punând în evidență rolul interacțiunii dintre politica monetară cu cea bugetar-fiscală.

Banca Națională a României, deși mai târziu a recurs la implementarea regimului de țintire a inflației comparativ cu BNC și BNP, utilizează un spectru extins de instrumente de comunicare a politicii monetare, precum minutele proceselor-verbale ale ședințelor Consiliului de Administrație (CA) pe probleme de politică monetară fără includerea voturilor personalizate și opiniilor individuale ale membrilor consiliului, dar utilizează expresia precum decizia a fost adoptată în unanimitate de voturi, ceea ce contribuie la clarificarea procesului decizional al politicii monetare și asigurarea unei transparențe însă de o magnitudine mai atenuată comparativ cu BNP și BNC. Minutele proceselor-verbale sunt publicate în termenii variabili, dar rezonabili, de regulă cu o periodicitate de până la 14 zile de la ședința Consiliului de administrație pe probleme de politică monetară.

Totodată, o filieră importantă a responsabilității BNR în atingerea țintei inflaționiste este stipulată la pct. V din *Strategia de țintire directă a inflației* care prevede „*definirea ex ante a unui set restrâns de circumstanțe excepționale, independente de influența politicii monetare, care condiționează responsabilitatea BNR pentru atingerea țintei*” [197]. Aceste circumstanțe excepționale se rezumă la majorarea considerabilă a prețurilor la materii prime internaționale, resurselor energetice; devieri semnificative a prețurilor administrate de la cele stabilite de Guvern, fluctuații excesive ale cursului de schimb cauzate de factorii non monetari.

Comunicatele de presă aferente deciziilor de politică monetară, conferințele de presă după fiecare decizie de politică monetară, conferințele de presă asociate prezentării Raportului asupra inflației, stenogramele, infograficele, ședințele cu grupurile-țintă, diverse proiecte educaționale, un șir de publicații, cercetări și studii de caz au susținut familiarizarea și înțelegerea aspectelor reflectate în strategia de politică monetară de către publicul larg în cele trei țări supuse analizei. Aceasta a contribuit la îmbunătățirea și sporirea gradului de transparență, creând astfel precondiții pentru gestiunea așteptărilor inflaționiste din perspectiva atingerii de către băncile centrale studiate a obiectivului de inflație.

Banca Națională a Poloniei și Banca Națională a Cehiei sunt transparente și la capitolul prognoze macroeconomice (Tabelul 2.4). De remarcat că, Banca Națională Poloniei este transparentă

și la capitolul modelul macroeconomic de prognozare, cu o detaliere a relațiilor și interdependențelor dintre variabilele macroeconomice. De subliniat că, Banca Națională a României este mai rezervată în direcția publicării indicatorilor macroeconomici comparativ cu BNC și BNP, aceasta publicând cantitativ doar inflația și deviația produsului intern brut. BNC a publicat prognoza cantitativă a cursului de schimb în perioada 2009-2013 și după o perioadă de sistare, a reluat publicarea acesteia începând cu anul 2018. Totodată, Banca Națională a Cehiei și Banca Națională a Poloniei publică informațiile aferente așteptărilor inflaționiste. Banca Națională a României face publice datele asociate așteptărilor inflaționist în cadrul Rapoartelor asupra inflației cu bazele de date respective.

Tabelul 2.4. Transparența BNC, BNP și BNR din perspectiva publicării indicatorilor macroeconomici prognozați

Indicatori	Cehia	Polonia	România
Inflația (cantitativ)	+	din 2004	+
Produsul intern brut (cantitativ)	+	+	deviația PIB
Cursul de schimb (numeric)	2009-2013, din 2018	-	-
Rata dobânzii (numeric)	3M PRIBOR – din 2008	3M WIBOR	-
Indicatori aferenți pieței muncii	+	+	-
Modelul macroeconomic de prognoză	Cadrul de analiză și prognoză	+	Cadrul de analiză și prognoză
Orizontul de prognoză	2 ani	2 ani	2 ani

Sursa: elaborat de autor în baza Rapoartelor asupra inflației ale Băncilor Naționale a Cehiei, Poloniei și României

Generalizând, se constată că o transparență sporită pe seama aplicării unui mix optim de instrumente de comunicare din perspectiva posibilității gestiunii așteptărilor inflaționiste contribuie la asigurarea obiectivului de politică monetară privind stabilitatea prețurilor. În același timp, principiile comunicării asociate clarității, integrității, furnizării informațiilor în timp real, cu acoperirea tuturor grupurilor-țintă susțin înțelegerea și asimilarea informațiilor și totodată favorizează procesul de gestiune a așteptărilor inflaționiste în vederea asigurării obiectivului cantitativ de inflație. Experiența internațională a demonstrat că nivelurile înalte ale inflației sunt asociate unor grade scăzute de transparență, și viceversa. *În această ordine de idei, de menționat că totalitatea instrumentelor de comunicare aplicate de Banca Națională a Poloniei, Banca Națională a Cehiei, Banca Națională a României reprezintă un exemplu demn de urmat pentru țările cu același regim și obiectiv de politică monetară, îndeosebi pentru țările care au implementat recent regimul de țintire a inflației, aplicarea cărora ar contribui la remedierea și optimizarea politicii monetare pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste.*

2.3. Estimarea econometrică a relației cauzale dintre așteptările inflaționiste și procesul inflaționist în Cehia și Polonia prin utilizarea modelului econometric VAR

Cercetând cuantificarea așteptărilor inflaționiste pe arena internațională, s-a observat că majoritatea băncilor centrale utilizează un sondaj efectuat în funcție de subiecții intervievați, precum gospodăriile casnice, agenții economici și analiștii, fie elaborat de sine stătător, fie apelează la instituțiile naționale și/sau internaționale specializate responsabile de efectuarea acestuia. Banca Națională a Cehiei, efectuează sondajul privind așteptările inflaționiste ale gospodăriilor, corporațiilor și companiilor non-financiare, precum și așteptările inflaționiste aferente piețelor financiare pentru orizontul de 1 și 3 ani fiecare în parte. De menționat că, sondajul asociat așteptărilor inflaționiste ale gospodăriilor pentru orizontul de 1 și 3 ani nu se mai realizează începând cu trimestrul II, 2007, dar așteptările inflaționiste ale corporațiilor și companiilor non-financiare pentru orizontul de 3 ani sunt cuantificate începând cu trimestrul IV, 2002. În figura 2.11 este prezentată evoluția categoriilor de așteptări inflaționiste alături de dinamica procesului inflaționist în perioada trimestrul II, 1999 – trimestrul III, 2020, datele fiind preluate de pe pagina web oficială a Băncii Centrale a Cehiei și Oficiului de Statistică a Cehiei.

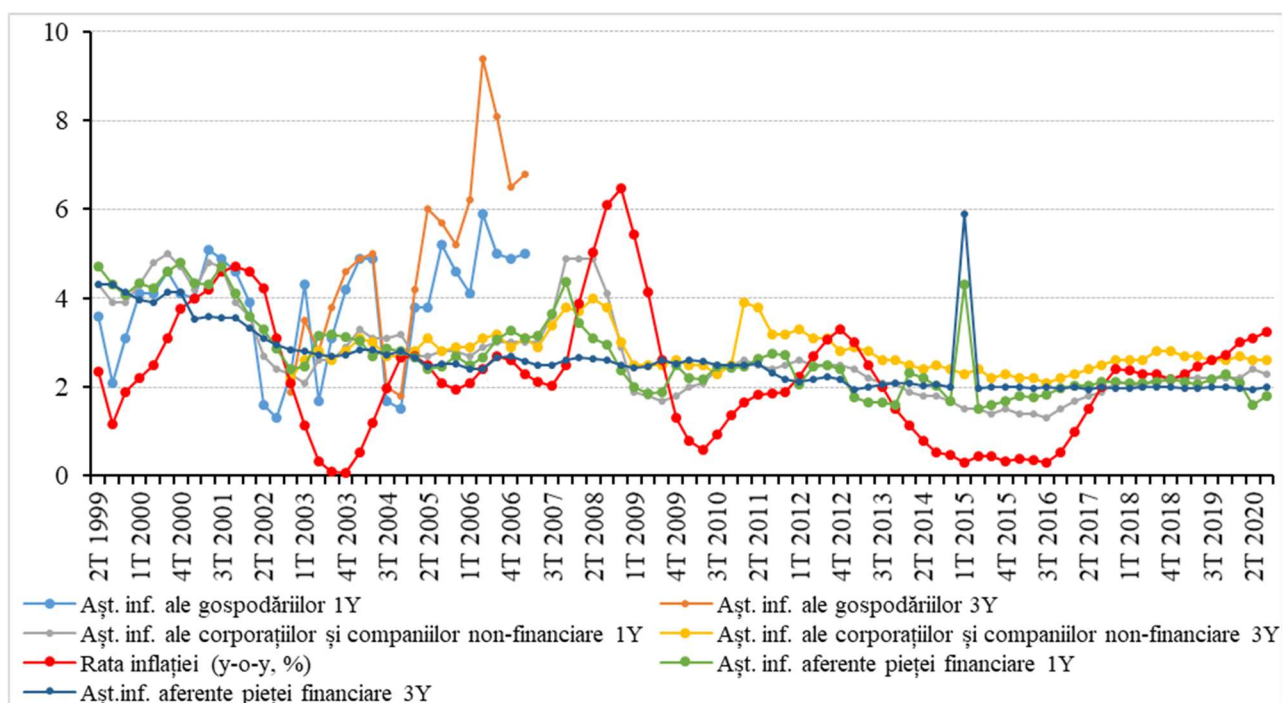


Figura 2.11. Evoluția așteptărilor inflaționiste în Cehia pentru orizontul de 1 și 3 ani

Sursa: elaborată de autor în baza [199], [207], calcule autor

De menționat că, BNC fiind transparentă și optând pentru credibilitate sporită, publică nivelurile așteptărilor inflaționiste exprimate în procente în termenii trimestriali, cu excepția așteptărilor inflaționiste ale pieței financiare cu frecvență lunară. După BNC, așteptările inflaționiste

ocupă o poziție specială în regimul de țintire a inflației. Abaterea așteptărilor de la ținta de inflație determină credibilitatea țintei sau chiar credibilitatea politicii monetare în ansamblu. BNC argumentează că așteptările inflaționiste joacă un rol important în determinarea conduitei politicii monetare, fie expansioniste, fie restrictive. Aceasta este condiționată de faptul că ratele reale ale dobânzilor reprezintă diferența dintre ratele dobânzilor nominale și așteptările viitoare privind inflația, fiind componenta principală a condițiilor monetare. [206]

Din figura 2.11 merită de observat că așteptările inflaționiste asociate celor trei grupuri-țintă, per general, se poziționează în cadrul intervalului de variație a țintei inflaționiste a BNC de 2,0 la sută cu o deviere în ambele direcții de 1,0 puncte procentuale, cu ascensiuni în perioada trimestrul II, 1999 – trimestrul II, 2002 și respectiv, trimestrul II, 2007 – trimestrul III, 2008, trimestrul I, 2015. În același timp, așteptările inflaționiste preponderent sunt ancorate, cu mici excepții, deși abaterile nu sunt semnificative în cazul așteptărilor inflaționiste ale corporațiilor și companiilor non-financiare asociate ambelor orizoante de estimare. Se constată că, așteptările inflaționiste ale gospodăriilor pentru orizontul de 1 și 3 ani nu reflectă procesul inflaționist de facto înregistrat, îndeosebi în perioada trimestrul III, 2003 – trimestrul I, 2007, cel din urmă fiind momentul stopării cuantificării acestei subcategorii de așteptări.

De menționat că, valorile așteptărilor inflaționiste ale pieței financiare asociate perioadei de 1 an și 3 ani sunt în proximitatea nivelurilor inflației efective înregistrate în perioada corespunzătoare, înregistrând cele mai mici devieri. Acest fapt sugerează despre persistența gradului de încredere a acestor grupuri-țintă în autoritatea monetară și capacitatea acestora de asimilare a informațiilor furnizate de aceasta în contextul procesului de formare a așteptărilor inflaționiste, ceea ce nemijlocit susține banca centrală în ținerea sub control al procesului inflaționist și atingerea obiectivului propus.

În cele ce urmează, s-a propus estimarea econometrică a relației cauzele de tip Granger [105] dintre așteptările inflaționiste ale pieței financiare formate de analiști interni și externi pentru orizontul de 12 luni și evoluția procesului inflaționist în Cehia pentru perioada 2010-2021, folosind modelul econometric VAR. Stock și Watson [174, p. 641] argumentează că modelul VAR este utilizat pentru analiza relației cauzale dintre variabilele temporare din economie. Modelul VAR –vector autoregresiv este un model econometric folosit pentru a determina evoluția și interdependențele dintre mai multe serii de timp, generalizând univariatul model AR. Toate variabilele dintr-un VAR sunt tratate simetric prin includerea pentru fiecare o ecuație variabilă care explică evoluția sa pe baza propriilor decalări și a întârzierilor tuturor variabilelor din model.



Figura 2.12. Evoluția inflației în perioada 2010-2021 și așteptărilor inflaționiste ale participanților pieței financiare în Cehia în perioada ianuarie 2010 - mai 2023
Sursa: elaborată de autor, utilizând programul EViews

În cadrul studiului au fost utilizate datele lunare ale seriilor de timp în termeni anuali aferente inflației luând ca reper indicele prețurilor de consum (ipc), așteptările inflaționiste totale ale mediului financiar (ast_tot), așteptările inflaționiste ale analiștilor interni (ast_ai) și, respectiv, cei externi (ast_ae) (Fig. 2.12). Seriile de date au fost prelucrate și logaritmice.

Observăm că așteptările inflaționiste asociate orizontului de 12 luni în general corespund trendului inflației curente în perioada respectivă, ceea ce condiționează efectuarea unei evaluări empirice asupra relației dintre aceste două variabile în vederea identificării tipului cauzalității dintre așteptările inflaționiste și evoluția inflației în Cehia în perioada 2010-2021.

Testarea seriilor de timp în vederea determinării staționarității variabilelor s-a efectuat prin aplicarea testului Augmented Dickey-Fuller [72]. În acest sens, s-a identificat că variabilele sunt nestaționare cu excepția variabilei \log_ast_ae , asociate așteptărilor inflaționiste ale analiștilor externi. Respectiv celor nestaționare s-a aplicat diferența de ordinul $I(1)$ în vederea obținerii seriilor de timp staționare. Rezultatele sunt raportate în tabelul 2.5.

Tabelul 2.5. Evaluarea staționarității seriilor de timp analizate

		t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
Augmented Dickey-Fuller test statistic				Augmented Dickey-Fuller test statistic		
<i>inflație (log ipc)</i>		-2.661024	0.0835		-7.737428	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.477144		Test critical values: 1% level	-3.478189	
	5% level	-2.881978		5% level	-2.882433	
	10% level	-2.577747		10% level	-2.577990	
		t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
Augmented Dickey-Fuller test statistic				Augmented Dickey-Fuller test statistic		
<i>Așteptările inflaționiste total (log ast inf total)</i>		-2.589628	0.0975		-11.48503	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.476472		Test critical values: 1% level	-3.476805	
	5% level	-2.881685		5% level	-2.881830	
	10% level	-2.577591		10% level	-2.577668	
		t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
Augmented Dickey-Fuller test statistic				Augmented Dickey-Fuller test statistic		
<i>Așteptările inflaționiste ale analiștilor interni (log ast ai)</i>		-2.848918	0.0541		-12.37757	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.476472		Test critical values: 1% level	-3.476805	
	5% level	-2.881685		5% level	-2.881830	
	10% level	-2.577591		10% level	-2.577668	
		t-Statistic	P-value			
Augmented Dickey-Fuller test statistic						
<i>Așteptările inflaționiste ale analiștilor externi (log ast ae)</i>		-4.213229	0.0009			
Test critical values:	1% level	-3.476472				
	5% level	-2.881685				
	10% level	-2.577591				

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Testul *Lag Length Criteria* (Tabelul A2.1) recomandă lag-ul 4 pentru modelul VAR asociat evoluției IPC – așteptările inflaționiste în Cehia.

Ecuția de regresie asociată modelului VAR (Tabelul A2.2) este reprezentată în următoarea expresie:

$$\begin{aligned}
 ipc_t = & \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i * ipc_{t-i} + \sum_{j=1}^k \gamma_j * ast_inf_tot_{t-j} + \sum_{m=1}^k \mu_m * ast_ai_{t-m} + \sum_{n=1}^k \vartheta_n * \\
 & ast_ae_{t-n} + \varepsilon_{1t}
 \end{aligned}
 \tag{2.1}$$

unde α , – coeficientul termenului liber; β , γ , μ , ν – coeficienții variabilelor endogene, ε – erorile reziduale.

Tabelul 2.6. Estimarea cauzalității Granger în contextul modelului VAR generat

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
 Sample: 2010M01 2021M12
 Included observations: 139

Dependent variable: DLOG_IPC

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLOG_AST_TOTAL	25.33033	4	0.0000
DLOG_AST_AI	16.26043	4	0.0027
LOG_AST_AE	15.00550	4	0.0047
All	43.46092	12	0.0000

Dependent variable: DLOG_AST_TOTAL

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLOG_IPC	28.11280	4	0.0000
DLOG_AST_AI	0.216069	4	0.9946
LOG_AST_AE	7.385756	4	0.1169
All	45.25296	12	0.0000

Sursa: elaborat de autor în programul EViews

În tabelul 2.6, trebuie menționat că ipoteza nulă, potrivit căreia așteptările inflaționiste nu cauzează variabila dependentă IPC, este respinsă, luând ca reper valoarea p în coraport cu cea critică de 5,0 la sută. Conform acestor rezultate pentru perioada 2010-2021, se constată persistența unei relații de cauzalitate de tip Granger semnificative de la așteptările pieței financiare asociate analiștilor interni și externi către inflație. Totodată, este evident faptul că cauzalitatea se manifestă și de la evoluția inflației spre așteptări totale ale pieței financiare, semnalând despre conturarea unei cauzalități Granger de tipul bidirecționale.

Dacă Banca Națională a Cehiei publică valorile cantitative procentuale ale așteptărilor inflaționiste din 1999, atunci Banca Națională a Poloniei le-a făcut publice doar pentru perioada 2004-2016, fiind introduse unele modificări în cuantificarea și formatului de prezentare și publicare a acestora. Astfel, actualmente, conform informațiilor [209] prezentate pe pagina web oficială a Băncii Naționale a Poloniei, aceasta examinează așteptările inflaționiste în funcție de diferite grupe-țintă, precum consumatori, întreprinderi și profesioniști de prognoză.

Datele aferent aşteptărilor provin din sondajele statistice privind tendinţa consumatorilor din Polonia elaborat de Oficiul Central de Statistică al Poloniei (GUS) [210], sondajul aferent agenţilor economici – fiind cel de monitorizare rapidă a BNP şi sondajul BNP aferent profesioniştilor de prognoză. Datele rezultante ale sondajului reflectă distribuţia răspunsurilor la întrebarea sondajului, precum şi o statistică a soldului, definită ca o diferenţă ponderată între fracţiunile de întreprinderi care aşteaptă o creştere a preţurilor şi fracţiunile de întreprinderi care nu aşteaptă nici o modificare sau o scădere a preţurilor:

$$B = (E_1 + \frac{1}{2}E_2) - (\frac{1}{2}E_4 + E_5) \quad (2.2)$$

unde E_1, E_2, E_3, E_4, E_5 denotă, respectiv, fracţiuni de întreprinderi care susţin că preţurile vor creşte mai rapid, vor creşte cu aceeaşi rată, vor rămâne la fel sau vor scădea.

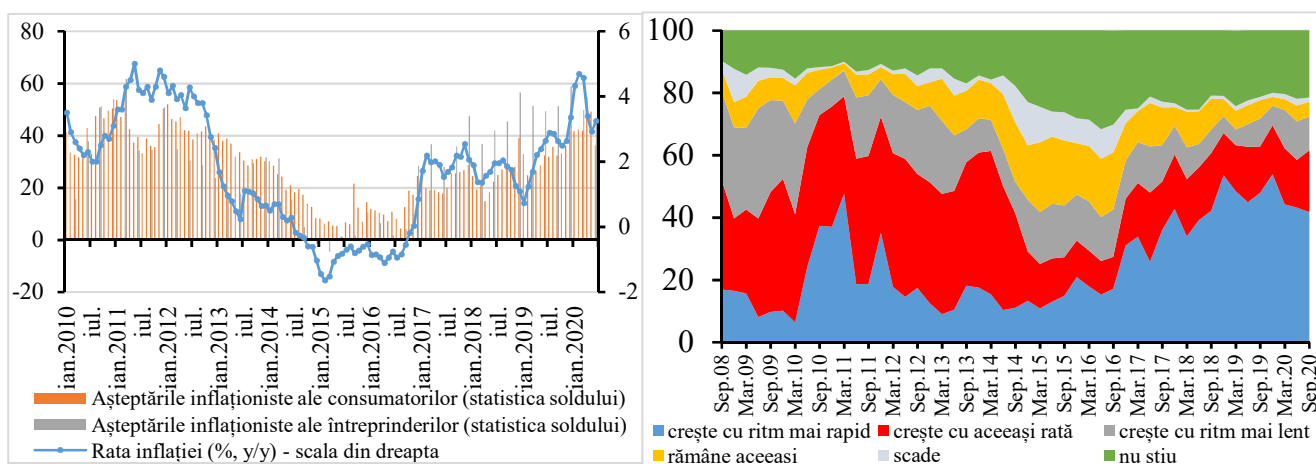


Figura 2.13. Evoluţia aşteptărilor inflaţioniste ale consumatorilor şi agenţilor economici alături de dinamica procesului inflaţionist în Polonia în perioada 2010-2020 (graficul din stânga) şi evoluţia aşteptărilor inflaţioniste ale întreprinderilor (graficul din dreapta)

Sursa: elaborată de autor în baza datelor [209], [210]

Astfel, statistica soldului nu informează despre nivelul inflaţiei aşteptate, dar prevede o evaluarea calitativă de perspectivă a inflaţiei curente, valoarea căreia este menţionată în sondaj. Interpretarea acestei statistici se rezumă la faptul că odată cu creşterea statisticii soldului, preţurile vor spori în viziunea grupurilor-ţintă.

Rezultatele acestui sondaj sunt reflectate în figura 2.13 conturând aşteptările inflaţioniste ale întreprinderilor cu frecvenţă trimestrială, alături de aşteptările inflaţioniste ale consumatorilor cu frecvenţă lunară furnizate de Oficiul Central de Statistică al Poloniei [210]. Totodată, predominarea fâşiei roşii pentru prima parte a perioadei analizate, implică semnificaţia precum că agenţii economici se aşteaptă la o creştere a inflaţiei cu paşi similari nivelului curent al inflaţiei, fiind reflectat de fapt şi credibilitatea în autoritatea monetară în contextul în care inflaţia evaluează în proximitatea ţintei. Pe

de altă parte, se subliniază efectul formării așteptărilor inflaționiste adaptive, asociate valorilor efective înregistrate ale inflației. Doar spre finele perioadei supuse cercetării de observat prevalarea sporirii inflației mai rapid decât rata curentă a inflației, acest fapt pune în evidență implicațiile formării așteptărilor inflaționiste raționale, bazate pe totalitatea informațiilor disponibile și receptate la momentul constituirii acestora și bazei joase asociate perioadei.

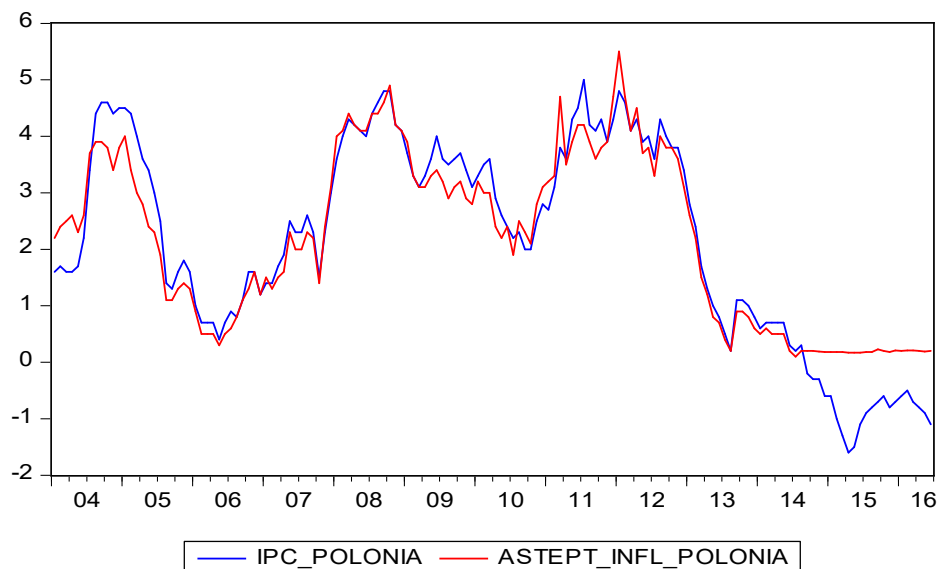


Figura 2.14. Evoluția inflației și așteptărilor inflaționiste în Polonia în perioada 2004-2016
Sursa: elaborată de autor, utilizând programul EViews

Pornind de la disponibilitatea datelor cantitative asociate așteptărilor inflaționiste ale întreprinderilor pentru orizontul de 12 luni pentru perioada 2004-2016 (Fig. 2.14), a fost estimată legătura cauzală dintre variabile.

În această ordine de idei, în vederea confirmării practice a corelației dintre așteptările inflaționiste și rata inflației în Polonia, a fost efectuat calculul coeficientului de corelație a acestor două variabile prin intermediul programului EViews. Rezultatele sunt prezente în figura 2.15. Se observă că coeficientul de corelație înregistrează valori de circa 0,9595, ceea ce semnifică o corelație lineară pozitivă foarte puternică dintre așteptările inflaționiste și evoluția IPC în Polonia în perioada analizată.

Astfel, pentru a determina empiric relația dintre inflație și așteptările inflaționiste, a fost considerată următoarea ipoteză:

H1: $IPC = f(AST)$, ceea ce poate fi reflectat în următoarea ecuație de regresie:

$$IPC_t = \alpha_1 + \sum_{j=1}^k \beta_j * IPC_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j * AST_{t-j} + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(2.3)$$

unde α_1 – coeficientul termenului liber; β și γ – coeficienții variabilei endogene, ε – erorile reziduale.

Covariance Analysis: Ordinary		
Correlation		
Probability	IPC_ POLONIA	ASTEPT_INFL_ POLONIA
IPC_POLONIA	1.000000	-----
ASTEPT_INFL_ POLONIA	0.959584	1.000000
	0.0000	-----

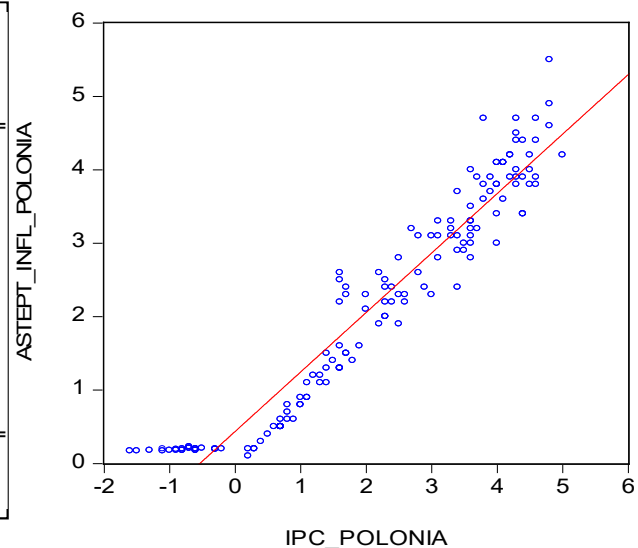


Figura 2.15. Gradul de corelație dintre inflație și așteptările inflaționiste în Polonia în perioada 2004-2016

Sursa: calcule autor în programul EViews

În vederea extinderii analizei econometrice a fost generat modelul VAR. Inițial, a fost selectat lag-ul potrivit în corespundere cu rezultatele obținute în Tabelul A2.3 aferent efectuării testului *Lag Length Criteria*. Din tabelul respectiv se observă că 4 criterii din cele 5 criterii (LR, FPE, AIC, SC, HQ) recomandă lag- ul 2 pentru modelul așteptările inflaționiste – evoluția IPC în Polonia. Generând modelul VAR (Tabelul A2.4), s-a estimat și cauzalitatea Granger dintre aceste două variabile, rezultatele fiind reflectate în tabelul 2.7.

Tabelul 2.7. Estimarea cauzalității de tip Granger în contextul modelului VAR

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Sample: 2004M01 2016M06			
Included observations: 148			
Dependent variable: IPC_POLONIA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
ASTEPT_INFL_POLO NIA	6.317842	2	0.0425
All	6.317842	2	0.0425
Dependent variable: ASTEPT_INFL_POLONIA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
IPC_POLONIA	11.21703	2	0.0037
All	11.21703	2	0.0037

Sursa: elaborat de autor în programul EViews

Astfel, ipoteza nulă H_0 presupune: așteptările inflaționiste (lag 1 și lag 2) nu cauzează variabila dependentă IPC. Datele obținute în tabelul 2.7 indică valorile probabilităților semnificative în ambele cazuri, fiind mai mici decât nivelul critic de 5 la sută. În acest context, ipoteza nulă este respinsă și se identifică o relație de cauzalitate de tip Granger bidirecțională dintre așteptările inflaționiste și evoluția inflației în Polonia în perioada supusă analizei.

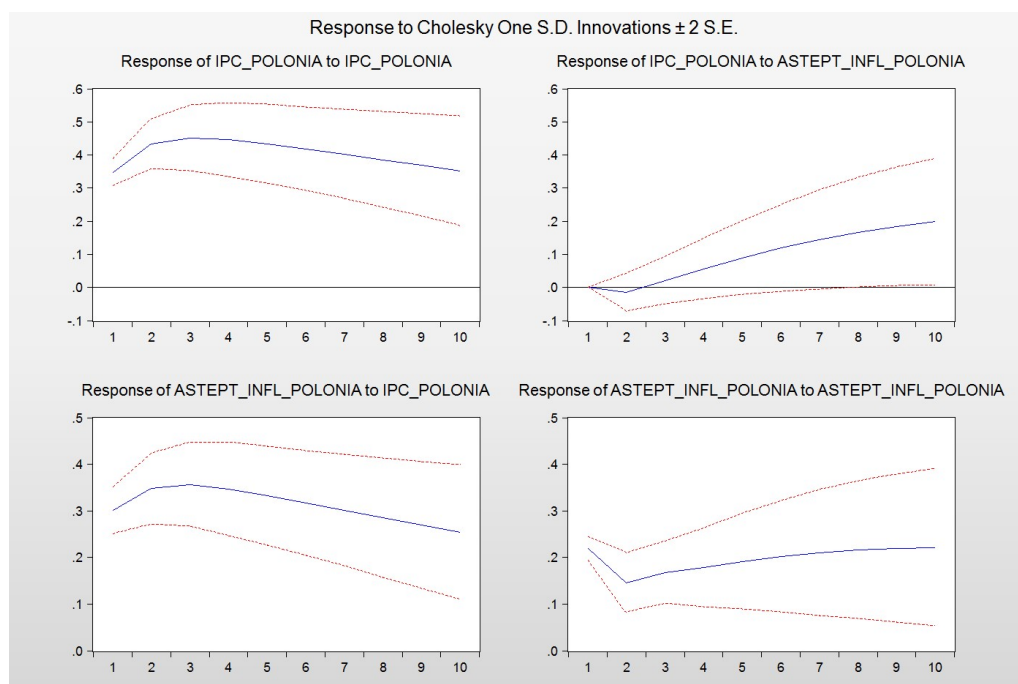


Figura 2.16. Funcțiile de răspuns la impulsuri
Sursa: elaborată de autor în programul EViews

Modelul estimat permite definitivarea funcției de răspuns la impulsuri generate din partea variabilelor supuse cercetării. Aceste funcții oferă posibilitatea de a evalua efectul unui șoc al unei variabile asupra valorilor curente și viitoare ale variabilelor. Răspunsurile la impuls sunt prezentate în figura 2.16. Din figura respectivă, se observă că cel mai ridicat răspuns la impuls se înregistrează începând cu perioada a doua de prognoză. Acest aspect se detaliază pe seama faptului că, un șoc la nivelul așteptărilor inflaționiste (graficul situat pe dreapta sus) generează efect asupra evoluției IPC în Polonia începând cu al doilea an de prognoză, fiind caracterizat prin faptul că, odată cu diminuarea așteptărilor inflaționiste și inflația se va diminua și situație inversă, începând cu anul trei de prognoză, inflația va înregistra un trend ascendent pe seama așteptărilor inflaționiste în creștere, astfel legătura dintre cele două variabile este pozitivă.

2.4. Concluzii la capitolul 2

În cadrul acestui capitol au fost puse accentele asupra gestiunii așteptărilor inflaționiste prin prisma experienței internaționale în vederea asigurării stabilității prețurilor. Studiarea tendințelor cadrului instituțional pe arena internațională a pus în evidență consolidarea transparenței, independenței și responsabilității băncilor centrale pe parcursul anilor și recunoașterea rolului indispensabil al acestora în asigurarea obiectivelor propuse de autoritatea monetară.

Totodată, categoria regimului de politică monetară implementat determină deschiderea către public cu implicații asupra independenței băncii, luând ca reper principiul trinității imposibile, remarcând că regimul de politică monetară și, respectiv, cadrul de politică monetară asociat regimului ales de autoritatea monetară în funcție de specificul conjunctural și economic al țării determină gradul de transparență și comunicare a băncii centrale în materie de politică monetară, ceea ce nemijlocit se reflectă asupra procesului de formare și capabilității băncii de a gestiona așteptările inflaționiste raționale. În urma studiilor s-a accentuat că autoritățile monetare care implementează și promovează politica monetară prin intermediul regimului de țintire a inflației se bucură de o capacitate mai înaltă în gestiunea așteptărilor inflaționiste raționale comparativ cu cele asociate altor cadre de politică monetară.

Prin valorificarea detaliată a experienței Băncii Naționale a Cehiei, Băncii Naționale a Poloniei și Băncii Naționale a României în materie de performanță a politicii monetare în atingerea țintei alături de transparența acestor bănci și implicațiile din partea instrumentelor de comunicare, s-a constatat că o transparență sporită pe seama aplicării unui mix optim de instrumente de comunicare din perspectiva posibilității gestiunii așteptărilor inflaționiste contribuie la optimizarea politicii monetare din perspectiva asigurării obiectivului de politică monetară privind stabilitatea prețurilor.

În același timp, principiile comunicării asociate clarității, integrității, furnizării informațiilor în timp real, cu acoperirea tuturor grupurilor-țintă susțin înțelegerea și asimilarea informațiilor și totodată favorizează procesul de gestiune a așteptărilor inflaționiste în vederea asigurării obiectivului cantitativ de inflație. Experiența internațională a demonstrat că nivelurile înalte ale inflației sunt asociate unor grade scăzute de transparență și independență, și viceversa.

Contribuția empirico-analitică a autorului s-a referit la demonstrarea relației de cauzalitate dintre așteptările inflaționiste și evoluția procesului inflaționist în Cehia și Polonia. În acest sens, în cazul Cehiei s-a conturat existența unei relații de cauzalitate de tip Granger bidirecționale dintre așteptările totale ale pieței financiare și respectiv inflația. Ce ține de Polonia, s-a identificat o corelație lineară pozitivă foarte puternică dintre așteptările inflaționiste și dinamica prețurilor în Polonia. Testul

Granger a reliefat existența unei relații de cauzalitate în ambele direcții, indicând că așteptările inflaționiste cauzează evoluția inflației în Polonia în perioada analizată și situație inversă inflația cauzează așteptările inflaționiste.

Fundamentarea unui cadru instituțional ale Băncilor Naționale a Poloniei și Cehiei a contribuit semnificativ la obținerea performanței politicii monetare în atingerea țintei inflaționiste din perspectiva ancorării așteptărilor inflaționiste. În această ordine de idei, de menționat că totalitatea instrumentelor de comunicare aplicabile de Banca Națională a Poloniei, Banca Națională a Cehiei, Banca Națională a României reprezintă un exemplu demn de urmat pentru țările cu regim și obiectiv similar de politică monetară, îndeosebi pentru țările care au implementat recent regimul de țintire a inflației, aplicarea cărora ar contribui la remedierea și optimizarea politicii monetare pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste.

3. CONTRIBUȚIA AȘTEPTĂRILOR INFLAȚIONISTE ÎN OPTIMIZAREA GESTIUNII PROCESULUI INFLAȚIONIST DIN REPUBLICA MOLDOVA

3.1. Studiul cadrului instituțional și operațional asociat promovării politicii monetare în Republica Moldova

Pe parcursul celor 31 de ani de independență a Republicii Moldova, politica monetară s-a confruntat cu un șir de provocări generate atât de mediul intern, cât și cel extern pe fondul crizelor și șocurilor survenite la adresa obiectivului de politică monetară. Asigurarea și menținerea stabilității monedei naționale a urmărit Banca Națională a Moldovei pe parcursul anilor 1994–2005, fiind realizată prin intermediul regimului de țintire a agregatelor monetare [7]. Începând cu anul 2006, autoritatea monetară urmărește obiectivul fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor, iar în 2010 renunță la regimul de țintire a agregatelor monetare și își propune promovarea politicii monetare prin prisma regimului de țintire a inflației, valorificând cadrul asociat acestuia.

Premisele instituționale care au stat la baza implementării strategiei de țintire a inflației se rezumă la:

Primordialitatea obiectivului de inflație – constă în stipularea obiectivului fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor în Legea nr. 548 – XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei cu modificările și completările ulterioare. În temeiul art. 4 alin. 2 din Legea nr. 548 – XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei și a Strategiei politicii monetare pe termen mediu, pe lângă, asigurarea și menținerea stabilității prețurilor, fiind obiectivul fundamental al politicii monetare, BNM promovează și menține un sistem financiar bazat pe principiile pieței și sprijină politica economică generală a statului fără prejudicierea obiectivului său fundamental. [1]

Independența Băncii Naționale a Moldovei – condiție obligatorie pentru implementarea țintirii inflației, presupune atribuirea băncii centrale a autonomiei depline în procesul luării deciziilor aferente promovării politicii monetare. Independența BNM este prevăzută în Legea nr. 548 – XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei (cu modificările și completările ulterioare). În detaliere acest aspect urmează a fi valorificat de autor la punctul 3.1.2 din cadrul prezentului subcapitol.

Absența laturii fiscale asociate accesului la creditele băncii centrale de către autoritățile statului și existența prevederilor legale explicite pentru luarea deciziilor de politică monetară de către Comitetul executiv al BNM determină adecvarea și conformarea cadrului instituțional prin prisma independenței la cerințele asociate implementării regimului de țintire a inflației.

Transparența procesului decizional – Banca Națională a Moldovei, ca urmare a reorientării la regimul de țintire directă a inflației, și-a propus o mediatizare largă a activității sale, fapt observat deja

la începutul anului 2010 prin diversificarea canalelor și instrumentelor de comunicare de natură regulată și sistemică. Aspectul respectiv este abordat în detaliere la punctul 3.1.1.

Alegerea unui indice de prețuri și stabilirea obiectivului cantitativ pentru indicele respectiv – una dintre cerințele tehnice care a stat la baza implementării strategiei de țintire directă a inflației. BNM a dat prerogativa indicelui prețurilor de consum, propunându-și responsabilitatea de al ținti. Alegerea respectivă a fost motivată, reieșind din următoarele considerente [7]:

- publicul larg este familiarizat cu indicele respectiv și mai puțin cu alți indici de măsurare a inflației;

- datele privind indicele prețurilor de consum sunt disponibile în timp util;

- datele privind indicele prețurilor de consum nu sunt supuse revizuirilor;

- se respectă principiul de separare a intereselor dintre instituția care colectează și calculează indicele respectiv (Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova) și instituția care are ca obiectiv nivelul ratei inflației (Banca Națională a Moldovei). [7]

Ce ține de obiectivul cantitativ pentru indicele prețurilor de consum, acesta era stabilit la nivelul de 5,0 la sută cu un interval de variație de $\pm 1,0$ puncte procentuale pentru perioada 2010-2011. Începând cu anul 2012 și până în prezent, păstrând valoarea țintei inflației s-a modificat intervalul de variație a țintei, acesta constituind $\pm 1,5$ puncte procentuale. [8]

Tabelul 3.1. Cadrul politicii monetare în Republica Moldova

Obiectivul BNM	Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor din 2006.
Regimul de politică monetară	<p>Țintirea inflației (2 perioade):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Perioada de tranziție la regimul de țintire a inflației (2010-2012); 2. Țintirea directă a inflației (2013 - prezent)
Regimul cursului de schimb	Flotare gestionată
Strategiile de politică monetară	<ol style="list-style-type: none"> 1. Strategia politicii monetare a BNM pentru perioada 2010-2012. 2. Strategia politicii monetare a BNM pe termen mediu, din 2013 – prezent.
Obiectivul cantitativ al politicii monetare	<p>2010 – 2011: 5,0 la sută $\pm 1,0$ puncte procentuale;</p> <p>2012 – prezent: 5,0 la sută $\pm 1,5$ puncte procentuale.</p>
Canale de transmisie a politicii monetare	<p>Conform Strategiei politicii monetare pe termen mediu:</p> <ul style="list-style-type: none"> - canalul ratei dobânzii; - canalul creditului; - canalul cursului de schimb; - canalul așteptărilor inflaționiste.

Sursa: elaborat de autor în baza [7], [8]

Existența instrumentelor eficiente de politică monetară – BNM deține un spectru extins și bine definit de instrumente prin intermediul cărora promovează politica monetară, deși până în anul 2009 predomina aplicarea normei rezervelor obligatorii și intervențiile pe piața valutară, atunci începând cu anul 2010 prerogativa aparține ratei de bază, denumit după [8] indicatorul principal pentru piața monetară interbancară pe termen scurt. Alături de acesta, se enumeră instrumentele, precum operațiuni de piață deschisă, facilitățile permanente, rezervele obligatorii, intervențiile pe piața valutară efectuate în vederea atenuării volatilității excesive a cursului de schimb oficial și suplinirii rezervelor valutare internaționale [8], fiind descrise în detaliere la punctul 3.1.3.

Anul 2010 este marcat de începutul perioadei de tranziție la regimul de țintire a inflației. Odată cu implementarea regimului de țintire directă a inflației, cadrul de politică monetară a fost ajustat la cerințele impuse de acesta din perspectiva transparenței, comunicării și responsabilității băncii centrale.

În vederea evaluării cadrului instituțional al Băncii Naționale a Moldovei, a fost cuantificat gradul de transparență și de independență al Băncii Naționale, fiind laturile indispensabile ale regimului de țintire a inflației și, respectiv, al ancorării așteptărilor inflaționiste, fapt demonstrat și argumentat teoretic și prin prisma experienței internaționale în cadrul capitolelor anterioare.

3.1.1. Cuantificarea gradului de transparență a băncii centrale din Republica Moldova

Trecerea la strategia de țintire directă a inflației a impus un șir de provocări în perimetrul transparenței și comunicării băncii centrale, dat fiind faptul că până la declararea țintei inflaționiste, BNM a gestionat inflația prin regimul de țintire a agregatelor monetare, care nu implica o comunicare complexă și regulată și se limita doar la elaborarea și publicarea rapoartelor (cerință stipulată în legea cu privire la BNM); conferințe de presă și interviuri în momentele apariției unor șocuri și provocări la adresa politicii monetare și dinamicii inflației; lipsa periodicității fixe a comunicatelor de presă, acestea purtând un caracter de informare și explicare; conferințe tematice, fără o periodicitate strictă, ce vizau stabilitatea financiară și presupuneau intervenția BNM cu scopul de a explica situațiile de importanță sporită.

În această ordine de idei, ca urmare a reorientării la regimul de țintire directă a inflației, BNM a introdus noi instrumente de comunicare, fapt confirmat prin publicarea pe pagina web oficială a *calendarului ședințelor Consiliului de administrație* (din august 2015-Comitetul executiv) al BNM cu privire la promovarea politicii monetare, a *calendarului publicării Rapoartelor asupra inflației* (în anul 2010-Raport de politică monetară), precum și a celui *cu privire la operațiunile de politică monetară*. Merită de menționat publicarea *Strategiei de politică monetară pentru perioada 2010-2012*

și ulterior *Strategiei de politică monetară pe termen mediu*, care a intrat în vigoare în anul 2013 și este valabilă și în prezent.

Se atestă și o diversificare continuă a instrumentelor de comunicare în timp (Fig. 3.1).



Figura 3.1. Timeline-ul instrumentelor de comunicare a politicii monetare implementate de BNM

Sursa: elaborată de autor după pagina web oficială a BNM

Începând cu anul 2011 *Raportul de politică monetară* a fost înlocuit cu *Raportul asupra inflației*. În vederea asigurării transparenței procesului decizional, BNM s-a orientat la publicarea comunicatelor de presă aferente deciziilor de politică monetară după fiecare ședință a Comitetului executiv. Elaborează, deși nesistematic și *comunicatele de presă aferente evoluției inflației*, cu identificarea factorilor determinanți ai procesului inflaționist. De menționat că, publicarea Rapoartelor asupra inflației sunt precedate de organizarea *conferințelor* cu participarea guvernatorului BNM sau viceguvernatorului și a reprezentanților mass-media. Conferințele, mesele rotunde, breafing-urile de presă fac continuitatea evolutivă a procesului de comunicare și transparență a BNM.

Începând cu anul 2013, BNM a dat startul publicării *rezumatelor ședințelor CE pe probleme de politică monetară* cu o întârziere de 6 luni. De menționat, stoparea publicării rezumatelor proceselor-verbale ale ședințelor CE al BNM pentru perioada 2016 – 2018. Din anul 2013 *rezultatele*

votării (pro, contra, abținut) se conțin în Rezumatele proceselor-verbale ale ședințelor CE din cadrul Rapoartelor asupra inflației publicate cu o întârziere de 6 luni. Totodată, în cadrul Comunicatelor de presă aferente deciziilor CE – este prezentă sintagma vot unanim, dar în ambele cazuri lipsesc opțiunile personalizate ale membrilor CE.

În această ordine de idei, a fost cuantificat gradul de transparență al BNM, utilizând metoda propusă de Geraats [99] în funcție de cele 5 aspecte ale transparenței, fiind dezvoltată, în continuare, de Dincer N., Eichengreen B., Geraats P. [76].

Astfel, din tabelul 3.2, de remarcat că BNM înregistrează un indice de transparență de 11 din 15 puncte posibile. Îndeosebi, trebuie remarcată transparența politică înaltă, care a devenit viabilă odată cu stabilirea obiectivului fundamental de asigurare și menținere a stabilității prețurilor în anul 2006, trecerea la regimul de țintire directă a inflației în anul 2010 și stabilirea țintei de 5,0 la sută ± 1,5 puncte procentuale.

Tabelul 3.2. Estimarea gradului de transparență a BNM la situația din iunie 2022 după indicele propus de Dincer N., Eichengreen B., Geraats P. [76]

Criteriile de transparență aferente BNM	Punctaj	Comentarii
I. Transparența politică	3,0/3,0	
a) Obiectiv formal	1	Art.4 (1) din Legea cu privire la BNM, obiectivul fundamental este asigurarea și menținerea stabilității prețurilor Art.4 (2) Fără prejudicierea obiectivului său fundamental, Banca Națională promovează și menține un sistem financiar bazat pe principiile pieței și sprijină politica economică generală a statului
b) Ținta cantitativă	1	Ținta inflației de 5,0 la sută cu o posibilă deviere de ±1,5 puncte procentuale
c) Aranjamente instituționale explicite între bancă și guvern	1	Gradul explicit al independenței prevăzut în Legea BNM art.5, alin. (1), lit.a, BNM stabilește și implementează politica monetară și valutară în stat; art. 27, alin. (1), lit.a CE stabilește politica monetară în stat, inclusiv nivelul ratelor dobânzii la instrumentele politicii monetare...; art.6, alin. (4) Banca Națională și membrii organelor de conducere ale acesteia sînt independenți în exercitarea atribuțiilor stabilite de prezenta lege și nu pot solicita și nici accepta instrucțiuni de la autoritățile publice sau de la orice altă autoritate. Autoritățile publice, precum și orice alte autorități nu vor încerca să influențeze membrii organelor de conducere ale Băncii Naționale în exercitarea atribuțiilor lor
II. Transparența economică	1,75/3,0	
a) Datele economice	1	Datele economice de bază relevante pentru desfășurarea politicii monetare sunt publice, analiza cărora se regăsește în publicația trimestrială - Raportul asupra inflației
b) Modele de analiză a politicii monetare	0	Modele de analiză și prognoză a politicii monetare nu sunt publice

c) Publicarea regulată a propriilor prognoze cantitative macroeconomice	0,75	Se publică trimestrial prognoza cantitativă doar a inflației și deviația PIB pentru un orizont de opt trimestre (2 ani)
III. Transparența procedurală	1,75/3,0	
a) Strategie explicită a cadrului de politică monetară	1	1. Strategia politicii monetare a BNM pentru perioada 2010-2012, cu modificările HCA al BNM nr.267 din 30.12.2010. 2. Strategia politicii monetare a BNM pe termen mediu, aprobată prin HCA al BNM nr.303 din 27.12.2012, în vigoare din ianuarie 2013.
b) Minutele ședințelor aferente promovării politicii monetare	0,5	Începând cu Raportul asupra inflației nr.3, 2013, BNM a dat startul publicării rezumatelor ședințelor CE pe probleme de politică monetară cu o întârziere de 6 luni (mai mare de 8 săptămâni). De menționat, stoparea publicării rezumatelor proceselor-verbale ale ședințelor CE al BNM, ultimul fiind publicat cel aferent CE al BNM din 24.11.2016 (cuprins în Raportul asupra inflației nr.2, mai 2017) privind promovarea politicii monetare. Reluarea publicării acestora s-a efectuat cu ședința CE al BNM din 06.02.2019 (cuprins în Raportul asupra inflației nr.3, august 2019)
c) Votul membrilor CE aferent deciziilor de politică monetară	0,25	Din anul 2013 rezultatele votării (pro, contra, abținut) se conțin în Rezumatele proceselor-verbale ale ședințelor CE din Rapoartele asupra inflației publicate cu o întârziere de 6 luni (mai mare de 8 săptămâni). În Comunicatele de presă aferente deciziilor CE – este prezentă sintagma vot unanim, dar în ambele cazuri lipsesc opțiunile personalizate ale membrilor CE.
IV. Politica de comunicare promptă a deciziilor de politică monetară	2,5/3,0	
a) Anunțarea promptă	1	Deciziile de politică monetară sunt anunțate în ziua desfășurării ședințelor CE pe probleme de politică monetară în cadrul comunicatelor de presă și diseminate în cadrul bazei de date interactive.
b) Explicarea deciziei	1	Explicarea deciziilor de politică monetară posedă un caracter permanent. Indiferent de tipul deciziei, BNM vine cu explicații chiar și în contextul menținerii instrumentelor de politică monetară la nivelurile actuale, oferind și o evaluare a perspectivelor de evoluție a principalilor indicatori macroeconomici. Acestea se regăsesc în comunicatele de presă aferente deciziilor CE sau conferințele de presă susținute de guvernator sau viceguvernator.
c) Eventualele reflecții asupra viitoarei politici monetare (Policy inclination)	0,5	În cadrul comunicatelor de decizie sunt menționate potențialele riscuri inflaționiste sau deflaționiste la care este expusă evoluția inflației, cu specificarea unei potențiale ajustări a instrumentelor de politică monetară, fără a menționa careva informații cantitative sau perioade de timp anumite.

V. Transparența operațională (evaluarea erorilor)	2,0/3,0	
a) Evaluarea atingerii țintei de politică monetară	1	Raportul asupra inflației conține analiza aferentă comparării prognozelor anterioare cu evoluția efectivă a inflației cu identificarea și menționarea cauzelor evoluției inflației și abaterii acesteia de la țintă.
b) Informații asupra distorsiunilor macroeconomice care afectează procesul de transmisie a politicii monetare (inclusiv erori de prognoză)	0,5	Raportul asupra inflației cu frecvență trimestrială conține analiza riscurilor și incertitudinilor.
c) Evaluarea rezultatelor măsurilor de politică monetară din perspectiva atingerii obiectivului de inflație	0,5	Evaluarea promovării politicii monetare se regăsește în publicațiile trimestriale a BNM – Rapoartele asupra inflației și, respectiv, în contextul Rapoartelor anuale ale BNM. Evaluarea detaliată și cantitativă a contribuției politicii monetare în atingerea obiectivului lipsește.
Total indice de transparență	11/15	

Sursa: aprecierile autorului după [1], [7], [8], [76]

Deși, BNM a întreprins măsuri în vederea sporirii gradului de transparență, rămâne a fi reticentă la capitolul publicării modelelor de analiză și prognoză utilizate, precum și în direcția evaluării deciziilor de politică monetară prin prisma unor studii analitice. Totodată, de subliniat că rezumatele ședințelor CE aferente promovării politicii monetare sunt publicate cu o întârziere de 6 (șase) luni, în cadrul cărora sunt menționate reflecțiile membrilor CE fără specificarea numelui și opiniilor personalizate a acestora. Totodată, opțiunile prin vot nu sunt personalizate, dar este menționată expresia „decizia adoptată în unanimitate de voturi” cu specificarea numărului de voturi în favoarea/defavoarea deciziei adoptate. În concluzie, este apreciat gradul înalt de transparență a Băncii Naționale a Moldovei de natură să asigure constituirea și gestiunea așteptărilor inflaționiste, însă care poate fi îmbunătățit, odată cu sporirea transparenței procedurale și operaționale.

3.1.2. Cuantificarea gradului de independență și identificarea nivelului de responsabilitate legală a Băncii Naționale a Moldovei

Cuantificarea gradului de independență legală al Băncii Naționale a Moldovei s-a elaborat după metoda propusă de Cukierman, Webb și Neyapti [69], luând ca reper anul 2006, în care au survenit modificări esențiale la Legea nr. 548 – XIII din 21 iulie 1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei. În acest context a fost cuantificat gradul de independență al BNM pentru perioada 1995-2005 și, respectiv, 2006-prezent, constituind 0,43 și, respectiv, 0,94 puncte din posibilul 1,00. Sporirea gradului de independență s-a realizat pe segmentele celor 4 criterii (Tabelul 3.3 și în detaliere Anexa 3) și se datorează, preponderent, următoarelor aspecte:

- 1) modificarea obiectivului fundamental al BNM, din asigurarea și menținerea stabilității monedei naționale în asigurarea și menținerea stabilității prețurilor;
- 2) abrogarea art.12 la Cap. II al Legii cu privire la BNM, care prevedea stabilirea și promovarea politicii monetare și valutare prin conlucrare cu Guvernul;
- 3) anihilarea atribuției BNM de acordare a creditelor statului și interzicerea oricărei finanțări a instituțiilor publice.

Tabelul 3.3. Indicele independenței BNM după Cukierman, Webb și Neyapti [69]

Criteriile de independență ale BNM	1995-2005*	2006-prezent**
I. Criteriul privind guvernatorul (independența personală)	0,09/0,20	0,14/0,20
II. Criteriul aferent elaborării politicii (independența instituțională)	0,12/0,15	0,15/0,15
III. Criteriul aferent obiectivului BNM (independența operațională)	0/0,15	0,15/0,15
IV. Criteriul privind creditarea instituțiilor publice (independența financiară)	0,22/0,50	0,50/0,50
Indicele de independență al BNM	0,43/1,00	0,94/1,00

Sursa: aprecierile autorului în baza Metodologiei propuse de Cukierman A., Webb S. B., Neyapti B. [69, p.362], [1] (https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=66535&lang=ro#;
**https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=128657&lang=ro)*

În acest sens, de menționat modificările survenite la art.5 Atribuțiile de bază, alin.(1), pct.e), din „acordă credite băncilor și *statului*” în „acordă credite băncilor, inclusiv asistență de lichiditate în situații de urgență”. În acest context, independenței financiare pentru perioada 2006-prezent a fost acordat punctajul maxim, deoarece în conformitate cu modificările la Cap.V, art.41 din Legea nr. 548-XIII din 21 iulie 1995 cu privire la BNM (cu completările și modificările ulterioare), „*Banca Națională nu va acorda împrumuturi și garanții sub orice formă statului sau organelor acestuia, inclusiv prin procurarea pe piața primară a valorilor mobiliare de stat sau prin acordarea creditelor overnight.*” [1]

Totodată, independența legală a fost consolidată prin suplinirea art. 6 la cap. I cu pct. (4) cu următoarele stipulări „*Banca Națională și membrii organelor de conducere ale acesteia sînt independenți în exercitarea atribuțiilor stabilite de prezenta lege și nu pot solicita și nici accepta instrucțiuni de la autoritățile publice sau de la orice altă autoritate. Autoritățile publice, precum și orice alte autorități nu vor încerca să influențeze membrii organelor de conducere ale Băncii Naționale în exercitarea atribuțiilor lor.*” [1]

Un alt criteriu de independență important ce ține de independența personală care se regăsește și în indicele propus de Cukierman și alții [69] este interzicerea legală în ceea ce privește deținerea de către conducere și a altor funcții publice. Astfel, în corespundere cu Legea cu privire la BNM republicată în Monitorul Oficial (nr. 297-300, art. 544) la 30.10.2015, art. 25, pct. (1) la cap. IV prevede că „*Membrii organelor de conducere ale Băncii Naționale nu pot fi deputați, membri ai Guvernului, membri ai vreunui partid politic sau formațiuni social-politice, nu pot face parte din autoritatea judecătorească sau din administrația publică, nu pot desfășura ori participa la activități cu caracter politic, nu pot face agitație electorală în favoarea vreunui partid sau formațiuni social-politice.*” [1]

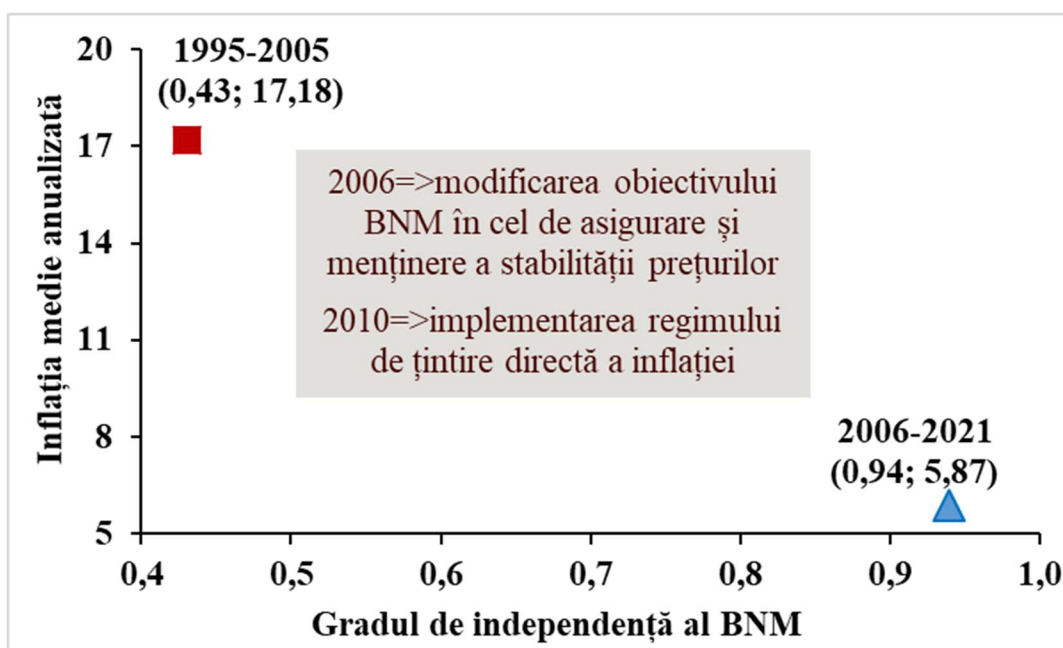


Figura 3.2. Corelația dintre gradul de independență al BNM și evoluția inflației*
*calcululele autorului ale inflației medii anualizate (în baza mediei geometrice), s-a luat în calcul indicele prețurilor de consum, decembrie 1993=100 de pe pagina web oficială a BNS [198]
Sursa: elaborată de autor

Apreciind și susținând rolul independenței băncii centrale în cadrul optimizării politicii monetare, autorul a demonstrat și a confirmat, prin mijloace calitative și cantitative, această ipoteză. Astfel, figura 3.2 demonstrează rolul independenței BNM în promovarea politicii antiinflaționiste pe parcursul perioadei 1995-2021. Un grad de independență de 0,43, în perioada 1995-2005, implică o inflație medie anualizată de 17,18 la sută, în schimb, sporirea independenței BNM până la 0,94 a definitivat o inflație de 5,87 la sută pentru perioada 2006-2021.

În viziunea autorului, sporirea independenței BNM, începând cu anul 2006, a contribuit semnificativ la eficiența măsurilor de politică monetară și la temperarea procesului inflaționist în Republica Moldova, prin prefigurarea premiselor implementării regimului de țintire directă a inflației și constituie un punct forte în procesul de gestiune a așteptărilor inflaționiste din perspectiva optimalității politicii monetare.

Ce ține de responsabilitatea Băncii Naționale această latură a cadrului instituțional este stipulată în Legea cu privire la BNM, la cap. I, art.1, alin. (2) și prevede „Banca Națională este o persoană juridică publică autonomă și este responsabilă față de Parlament.” [1]

Un alt argument în favoarea responsabilității instituționale decurge din cap. IX, art. 69 din Legea sus-menționată l:

- alin. (1) „Banca Națională prezintă Parlamentului, în ședință plenară, până la data de 1 iunie, un raport care include informația privind:

- a) situațiile financiare confirmate de auditorul extern;
- b) activitatea și operațiunile sale pentru anul financiar încheiat;
- c) situația economică a statului.” [1]

- alin. (2) „Banca Națională prezintă trimestrial, în termen de până la 45 de zile de la sfârșitul trimestrului de gestiune, Parlamentului și Guvernului un raport ce conține analiza situației macroeconomice și o previziune pe termen mediu a inflației și a indicatorilor macroeconomici principali, care se publică în termenul indicat.” [1]

Responsabilitatea față de public este stipulată la alin. (3) a aceluiași articol, care prevede publicarea rapoartelor la care se face referință anterior și presupune Raportul anual și, respective, Raportul asupra inflației cu frecvență trimestrială. Conform [8] „În vederea evaluării eficienței politicii monetare, BNM va publica trimestrial Raportul asupra inflației, care conține analiza situației macroeconomice, o prognoză a inflației pentru orizontul de opt trimestre ... și analiza riscurilor în atingerea pe viitor a țintei cantitative.”

Aspectul de responsabilitate formală a Băncii Naționale a fost identificat și în cadrul Strategiei de politică monetară pe termen mediu, conform căreia „În cazul ieșirii ratei inflației din intervalul de

variație al țintei, BNM va publica un plan de măsuri corective pentru a readuce inflația în intervalul stabilit. [8]

De menționat că, cadrul instituțional asociat promovării politicii monetare în Republica Moldova este prielnic per general funcționării eficiente regimului de țintire directă a inflației. Independența, transparența și comunicarea politicii monetare, precum și responsabilitatea BNM au sporit considerabil odată cu trecerea la regimul de țintire a inflației, contribuind astfel la procesul de formare a așteptărilor inflaționiste raționale. Gradul de transparență a BNM este înalt, dar poate fi îmbunătățit, odată cu sporirea transparenței procedurale și operaționale.

3.1.3. Studiul cadrului operațional asociat promovării politicii monetare de Banca Națională a Moldovei

În vederea atingerii și menținerii obiectivelor propuse, banca centrală are la dispoziție un șir de instrumente de politică monetară, aplicarea cărora la timpul oportun în funcție de principiul periodicității transmiterii impulsurilor de politică monetară asociat fiecărei economii în parte, contribuie la maximizarea eficienței măsurilor de politică monetară, și astfel la optimizarea acestora. În acest sens, o bancă centrală definește spectrul de instrumente de politică monetară în funcție de:

1. Strategia de politică monetară implementată;
2. Cadrul operațional și instituțional asociat strategiei;
3. Gradul de dezvoltare a pieței financiar-bancare;
4. Factori de natură conjuncturală asociați potențialului economic al unui stat.

Funcționalitatea instrumentelor de politică monetară pornește de la definitivarea clară și explicită a obiectivului de politică monetară, a cadrului de politică monetară prin prisma căruia sunt realizate obiectivele propuse de autoritatea monetară.

Literatura de specialitate pune în evidență importanța alegerii instrumentului sau mixului de instrumente de politică monetară capabile să asigure realizarea obiectivului propus de autoritatea monetară. Taylor [184, p.2] considera că „*The monetary policy problem is to find a good procedure to use to set the monetary policy instrument - usually the money supply or the short-term interest rate - to best achieve this goal*”.

În această ordine de idei, formulând un cadru operațional și instituțional consfințit prin Legea cu privire la BNM și Strategia de politică monetară a BNM pe termen mediu, BNM utilizează următoarele instrumente de politică monetară [8]:

Rata de bază – reprezintă rata de referință pentru principalele operațiuni de politică monetară pe termen scurt, este un instrument al politicii monetare care reflectă de fapt costul banilor. Astfel, în

condițiile în care BNM diminuează rata de bază este susținut procesul de creditare, astfel masa monetară crește și, respectiv, inflația prin monedă sporește. Și situație inversă, odată cu majorarea ratei de bază, BNM urmărește diminuarea inflației ca consecință a temperării procesului de creditare prin diminuarea masei monetare în economie.

Operațiuni de piață deschisă – reprezintă instrumentul de politică monetară prin care BNM vinde sau cumpără titluri de pe piața monetară. Prin intermediul acestor operațiuni BNM gestionează lichiditățile de pe piața monetară și totodată influențează ratele de dobândă pe termen scurt pe piața monetară interbancară [4]. În corespundere cu *Regulamentul cu privire la operațiunile de piață monetară ale BNM, aprobat prin HCA al BNM, nr.188 din 25.09.2014 (cu modificările și completările HCE al BNM nr.65 din 07.04.2022, Monitorul Oficial al R. Moldova nr. 129-133 din 29.04.2022, art.511)*, principalele tipuri de operațiuni de piață deschisă care pot fi aplicate de BNM sunt:

- Operațiuni repo – operațiuni reversibile, asociate injectării/absorbției de lichiditate, conform cărora BNM cumpără sau vinde de la bănci sau băncilor valori mobiliare de stat, cu angajamentul băncilor sau BNM de a răscumpăra aceste valori mobiliare de stat la o dată ulterioară și la prețul stabilit la data tranzacției;
- Vânzarea/cumpărarea valorilor mobiliare de stat – operațiuni asociate absorbției/injectării de lichiditate, în cadrul cărora BNM vinde/cumpără valori mobiliare de stat. Această categorie de instrumente presupune ca transferul proprietății asupra valorilor mobiliare de stat să se realizeze după principiul livrare contra cost de la vânzător la cumpărător;
- Atragerea de depozite – presupune operațiunea aferentă absorbției de lichiditate, în cadrul cărora BNM atrage depozite de la bănci cu o scadență prestabilită anterior;
- Emiterea certificatelor – operațiuni asociate absorbției de lichiditate, în cadrul cărora BNM vinde băncilor instrumente negociabile de datorie ale BNM. [4]

Rezervele obligatorii – aplicarea acestui instrument auxiliar de politică monetară de către BNM este consfințit prin art. 17 din Legea cu privire la BNM și constă în obligația băncilor de a păstra disponibilitățile sale în lei moldovenești și în valută la BNM. Mărimea acestor rezerve este definită în funcție de rata rezervelor obligatorii stipulată de autoritatea monetară și suma mijloacelor bănești (depozite) atrase de la agenți economici și persoanele fizice. Prin sporirea ratei de rezervare, banca centrală urmărește atenuarea potențialului de creditare a băncilor licențiate în contextul creării de depozite noi. Și pe de altă parte, diminuarea ratei rezervelor obligatorii va contribui la extinderea posibilității băncilor de a sprijini procesul de creditare. Instrumentul rezervelor obligatorii în valută liber convertibilă are drept scop gestiunea procesului de dolarizare a economiei, majorarea normei

urmărind atenuarea acestuia și, astfel contribuind la consolidarea mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară.

În corespundere cu *Regulamentul cu privire la regimul rezervelor obligatorii, aprobat prin HCE al BNM, nr. 302 din 28.11.2019*, determinantele aferente rezervelor obligatorii stabilite de BNM se rezumă la:

- Mecanismul rezervelor obligatorii constă din două perioade, perioada de observare și cea de aplicare. În perioada de observare a mijloacelor atrase este determinat soldul rezervelor obligatorii, care nemijlocit urmează a fi menținut în perioada de aplicare. Atât perioada de observare, cât și cea de aplicare presupune o durată de o lună doar cu o periodicitate diferită. Astfel, perioada de observare începe de la data de 16 a lunii precedente și durează până la data de 15 a lunii curente inclusiv, iar perioada de aplicare începe la data de 16 a lunii curente și se sfârșește la data de 15 a lunii următoare;
- Baza de calcul a rezervelor obligatorii se determină ca medie zilnică, pe perioada de observare, a soldurilor conturilor din clasa II „Obligații” din bilanțurile băncilor (cu excepția mijloacelor proprii, a pasivelor interbancare locale, inclusiv în raport cu BNM) separat în lei moldovenești și în valută;
- Rezervele obligatorii în lei moldovenești se mențin în conturile Loro la BNM, fiind constituite ca soldul mediu al disponibilităților băncilor pe parcursul perioadei de aplicare;
- Rezervele obligatorii ale băncilor în valută se mențin în conturile Nostro în dolari SUA și în euro ale BNM deschise în băncile străine;
- BNM plătește băncilor o dobândă la cota din rezervele obligatorii ce depășește 5 la sută din pasivele în baza cărora acestea se constituie. Rezervele obligatorii în lei moldovenești și în valută se remunerează la diferite rate, cu aplicarea pentru cele în lei a ratei la depozitele overnight a BNM și, respectiv pentru cele în valută – o rată de remunerare de 0.01 la sută, aceasta fiind stabilită prin HCE al BNM nr. 139 din 07.05.2019. De menționat că, anterior rezervele obligatorii în valută erau remunerate de BNM la rata medie ponderată a dobânzii la depozitele la vedere în valută atrase de sectorul bancar; [6]
- Sancțiunile de nerespectare a cerințelor privind rezervele obligatorii sunt stipulate la art. 17, alin. (4) din Legea cu privire la BNM, prin care Banca Națională aplică o amendă, încasabilă la bugetul de stat, fiind determinată prin aplicarea la suma deficienței a ratei de bază plus o marjă zilnică de 0.2 la sută. [1], [6]

Facilitățile permanente – acest instrument indirect are drept scop furnizarea sau absorbția de lichiditate pe termen scurt (peste noapte) și totodată contribuie la stabilizarea ratelor dobânzilor de pe

piața monetară interbancară pe termen scurt în cadrul unui coridor simetric în proximitatea nivelului ratei dobânzii de politică monetară. BNM oferă băncilor licențiate să beneficieze de facilitatea de depozit overnight sau cea de credit overnight. De regulă băncile licențiate recurg la facilitățile respective din propria inițiativă, atunci când nu găsesc soluții pe piața interbancară. Astfel, abordând acest instrument în detaliere, facilitatea de credit overnight – presupune furnizarea de lichiditate și obținerea unui credit cu scadența overnight de către instituția bancară și, respectiv, facilitatea de depozit – contribuie la absorbția lichidității și presupune plasarea unui depozit cu scadența overnight la banca centrală de către o instituție financiar bancară la rata dobânzii overnight.

Intervenții pe piața valutară – pornind de la faptul că în corespundere cu Strategia politicii monetare a BNM pe termen mediu, BNM implementează și promovează un regim de flotare gestionată a cursului de schimb, intervențiile pe piața valutară reprezintă un instrument auxiliar al politicii monetare și BNM utilizează acest instrument „doar în vederea susținerii efectelor implementării operațiunilor de piață deschisă, în măsura în care vor fi necesare pentru a atinge ținta inflației și fără a influența tendințele fundamentale ale cursului de schimb al leului moldovenesc”. [8]

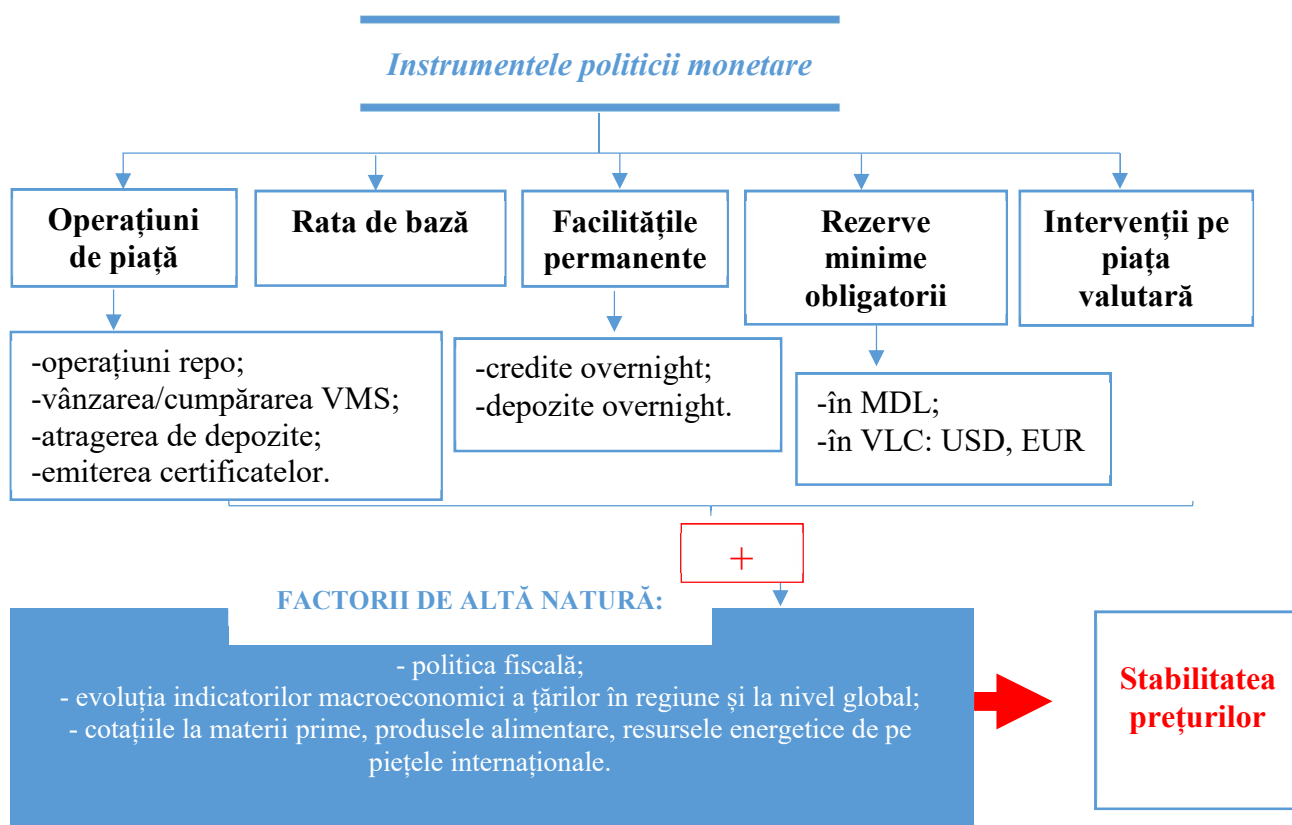


Figura 3.3. Instrumentele de politică monetară aflate la dispoziția BNM și obiectivul final
Sursa: elaborată de autor în baza [1], [8]

Totodată, în Strategia sus-menționată, BNM își rezervă dreptul de a efectua intervenții valutare în scopul atenuării fluctuațiilor excesive ale cursului de schimb, stopării tranzacțiilor speculative și suplinirea rezervelor valutare internaționale, fără a pune în pericol atingerea țintei inflaționiste. [8] În această ordine de idei, intervențiile directe pe piața valutară internă, operațiunile de tip swap și tranzacțiile forward sunt utilizate în calitate de instrumente ale politicii monetare. Generalizând cele expuse mai sus, a fost elaborată figura 3.3 punând accent pe caracterul acțiunilor de politică monetară a BNM conferite prin instrumentele aflate la dispoziția autorității monetare.

În acest sens, capacitatea BNM de a reacționa la momentul oportun și de a prevedea eventualele șocuri, riscuri la adresa obiectivului urmărit utilizând setul de instrumente de politică monetară asociat regimului promovat contribuie la eficientizarea politicii monetare.

De menționat că, eficiența politicii monetare nu poate fi atribuită doar instrumentelor care sunt în gestiunea autorității monetare în atingerea obiectivelor propuse. Aici putem identifica rolul factorilor de natură externă care afectează conduita politicii monetare cu repercusiuni asupra scopului final. În această ordine de idei de remarcat și faptul că deciziile de politică monetară se transmit asupra economiei reale în mod indirect prin intermediul sistemului financiar-bancar, dezvoltarea căruia alături de specificul potențial al acestuia reprezintă determinanții efectului de transmisie a conduitei politicii monetare. Efectul transmisiei impulsurilor de politică monetară asupra economiei reale, se resimte după o anumită perioadă de timp, această perioadă variind în funcție de potențialul și gradul de dezvoltare a acestei economii, fiind estimată conform experienței internaționale la circa două trimestre.

3.2. Evoluția procesului inflaționist în Republica Moldova și cuantificarea econometrică a volatilității acestuia

Pornind de la cadrul instituțional și strategic de politică monetară implementat de o bancă centrală, care urmărește obiectivul principal cel de stabilitate a prețurilor și se conduce după principiul de forward-looking în acțiunile sale, studiul referitor la volatilitatea inflației este o condiție indispensabilă. Astfel, volatilitatea inflației a fost studiată prin prisma diverselor aspecte, însă latura comună prezentă în literatura de specialitate este reflectată de consecințele negative ale volatilității inflației asupra variabilelor economice și financiare cu repercusiuni asupra creșterii economice. Totodată, este subliniat faptul că volatilitatea inflației distorsionează luarea deciziilor cu privire la economiile și investițiile viitoare, precum și eficiența distribuției resurselor [86], [122]. Bernanke [24] a menționat despre volatilitatea inflației în funcție de regimurile de politică monetară implementate de banca centrală, subliniind necesitatea studierii volatilității în cazul țintirii inflației comparativ cu celelalte regimuri.

Astfel, făcând referire la Republica Moldova, din figura 3.4, de observat că politica monetară s-a confruntat cu o volatilitate sporită a procesului inflaționist, de la o hiperinflație în perioada 1992-1994 până la o dezinflație în anul 2009, asigurând stabilitatea prețurilor în perioada 2012-2014 (Fig. 3.5), odată cu implementarea regimului de țintire directă a inflației. În anul 1995 și 1999, inflația era una galopantă, iar în perioada anilor 1996-1998 și, respectiv, 2000-2007 – inflația deschisă sau moderată.

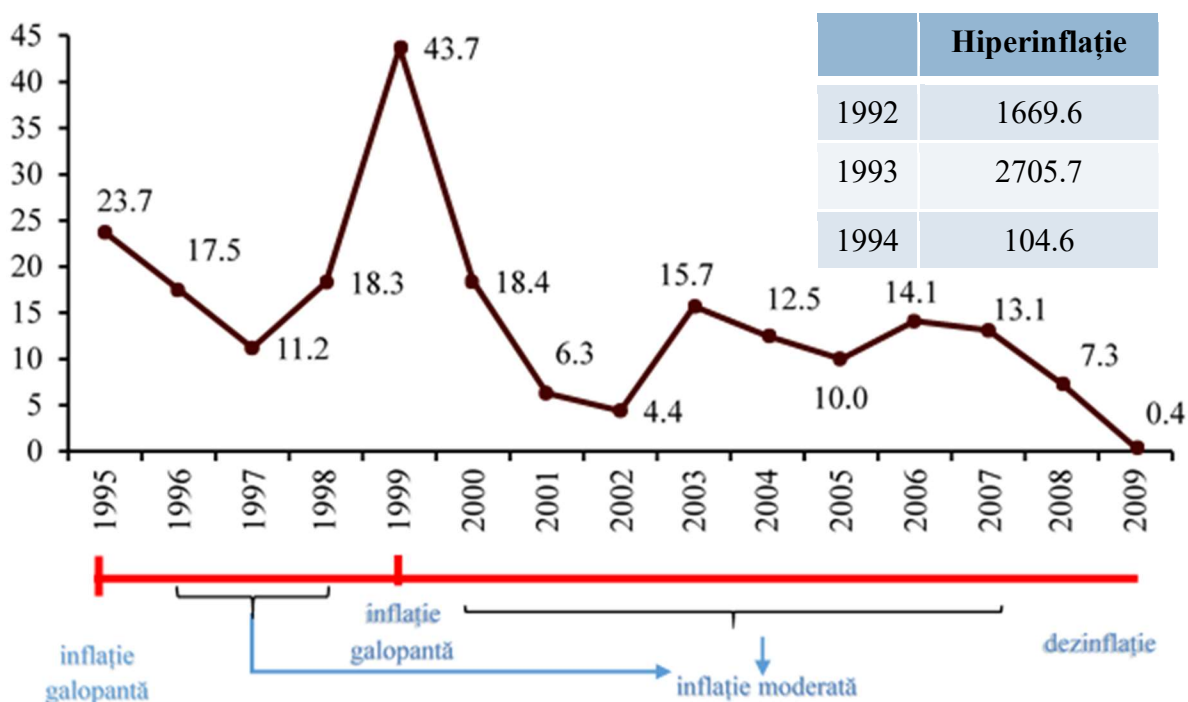


Figura 3.4. Evoluția ratei anuale a inflației (%) în Republica Moldova până la trecerea la regimul de țintire a inflației

Sursa: elaborată de autor în baza paginilor web oficiale ale BNM și BNS

Figura 3.5 confirmă faptul că, procesul inflaționist s-a temperat în perioada februarie 2012-februarie 2015, înregistrând ritmuri de creștere a inflației în proximitatea valorii țintei inflaționiste de 5,0 la sută. Totodată, observăm că, procesul inflaționist în Republica Moldova a sporit preponderent în perioada crizei din sistemul bancar asociată lichidării celor trei bănci și crizei energetice recente. Astfel din luna martie 2015, rata anuală a inflației consemnează un trend ascendent până în luna decembrie 2015, după care procesul inflaționist se temperează și în luna august 2016 se poziționează în cadrul intervalului de variație al țintei.

Începând cu luna iulie 2021 se conturează discrepanța pronunțată dintre nivelurile indicelui prețurilor de consum și inflația de bază (Fig. 3.5), ceea ce relevă intensitatea contribuției factorilor nemonetari în cadrul creșterii prețurilor din perioada iulie 2021 – iunie 2022. În acest sens, contribuții

importante au avut prețurile reglementate, prețurile la combustibil și prețurile la produsele alimentare, evoluția cărora fiind influențată de prețurile de pe piețele internaționale, dat fiind faptul că acestea fac parte din categoria factorilor care afectează oferta și care nu pot fi controlați prin acțiunile de politică monetară ale Băncii Naționale a Moldovei. Pe principalele componente creșterea inflației în luna iunie 2022 s-a datorat produselor alimentare cu o majorare de 34,3 la sută, mărfurilor nealimentare – cu 23,4 la sută, și respectiv, serviciilor – cu 40,7 la sută comparativ cu luna iunie 2021.

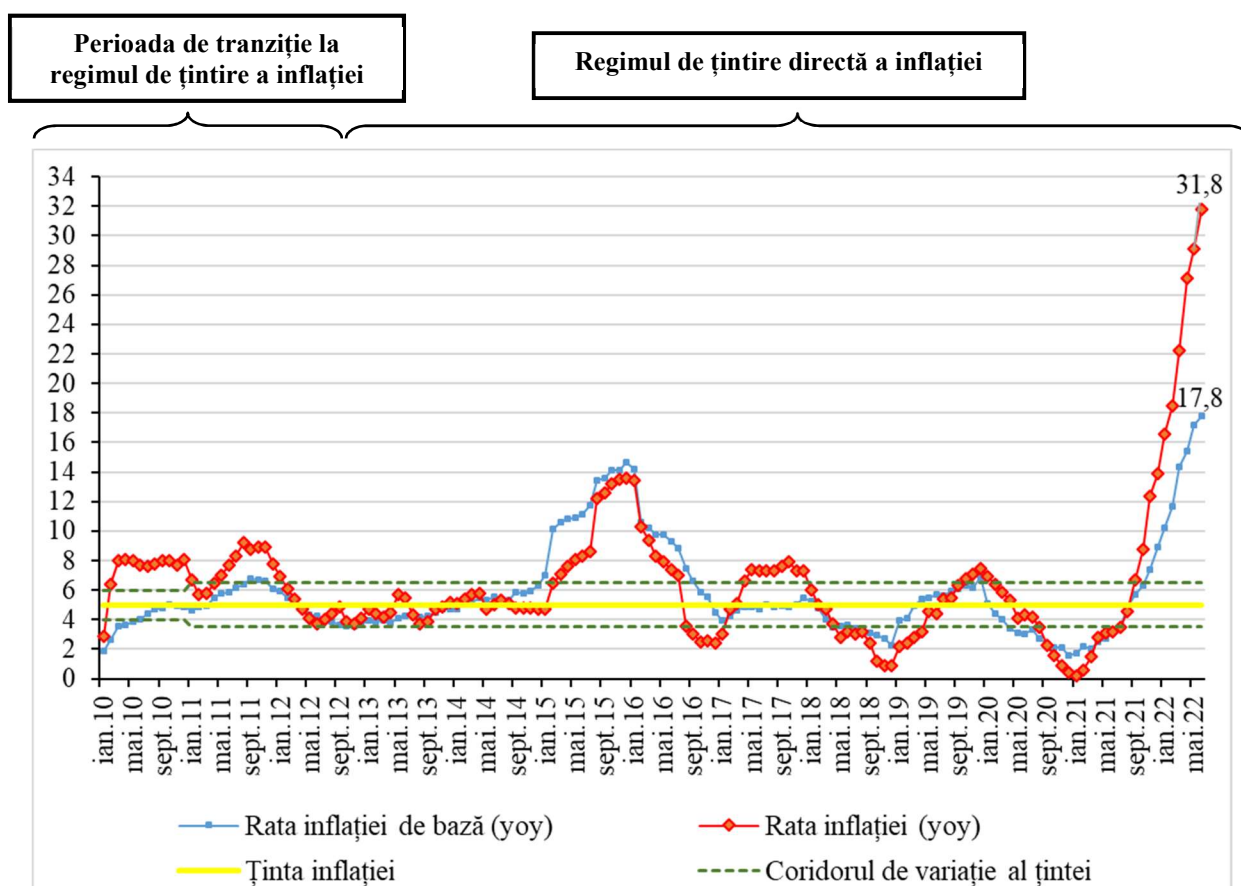


Figura 3.5. Performanța politicii monetare în funcție de atingerea obiectivului de asigurare și menținere a stabilității prețurilor în perioada 2010-iunie 2022

Sursa: elaborată de autor în baza paginilor web oficiale ale BNS și BNM

În urma analizei efectuate, este evident faptul că pe parcursul întregii perioade supuse cercetării, asupra procesului inflaționist din Republica Moldova au influențat atât factori monetari, cât și cei ne-monetari, pe care BNM nu este capabilă să le gestioneze. Din categoria celor ne-monetari, în special s-a pronunțat sporirea prețurilor la resursele energetice pe piața internațională în urma relansării mai accentuate a economiei mondiale postcovid, alături de criza energetică de la sfârșitul anului precedent prin suprapunere cu impactul războiului din regiune și criza refugiaților, implicând după sine și efectele de runda a doua.

Totodată, de remarcat faptul că Banca Națională a Moldovei, ca oricare altă bancă centrală, dispune în mare parte doar de instrumente de piață, care în condiții de existență a unor probleme structurale în economie sau intervenirii unor șocuri din exterior au un impact redus asupra evoluției prețurilor. Așadar, este imperativă necesitatea combaterii creșterii prețurilor printr-o abordare de conlucrare organizată și sistematică dintre instituțiile publice ale statului cu tangențe la subiectul în cauză.

Studierea literaturii în materia interdependenței dintre inflație și volatilitatea inflației a subliniat existența a două ipoteze asociate acestor relații (Tabelul 3.4).

Ipoteza Friedman-Ball presupune că evoluția inflației stă la baza volatilității acesteia, asumând argumentele precum creșterea inflației determină și sporirea incertitudinilor și volatilităților asociate proceselor inflaționiste. Ipoteza Cukierman-Meltzer insistă asupra faptului că rata inflației este o consecință a volatilității acesteia. Ball și Cacchetti [16, p. 216] în cercetarea efectuată subliniază că „incertitudinea cu privire la inflația din trimestrele următoare depinde în principal de variația șocurilor temporare, în timp ce incertitudinea cu privire la inflație pe mai mulți ani depinde în principal de variația șocurilor permanente”. Totodată, Grier și Perry [106, p. 686] concluzionează că „inflația crescută crește incertitudinea inflației chiar și pe un orizont foarte scurt, confirmând predicțiile teoretice în contextul ipotezei Friedman-Ball”. În literatura de specialitate interpretarea incertitudinii este asociată celei de volatilitate.

Tabelul 3.4. Definitivarea conceptuală a relației dintre inflație și volatilitatea inflației

Ipoteza	Susținătorii ipotezei	Argumentarea
Ipoteza Friedman-Ball	Friedman [95], Ball and Cacchetti [16], Grier and Perry [106]	Impactul pozitiv al ratei medii a inflației asupra volatilității inflației. Cauzalitatea de la inflație la volatilitatea și incertitudinea acesteia, inflația ridicată cauzează incertitudine și volatilități pe viitor.
Ipoteza Cukierman-Meltzer	Cukierman and Meltzer [68], Holland [123]	Volatilitatea inflației și incertitudinea acesteia cauzează evoluția inflației în sens ascendent.

Sursa: elaborat de autor în urma sintezei literaturii de specialitate [16], [68], [95], [106], [123]

În același timp, literatura în domeniu a subliniat posibilitatea estimării volatilității inflației prin metoda econometrică bazată pe aplicarea heteroscedasticității condiționale autoregresive (ARCH) sau a modelelor heteroscedastice generalizate condiționate (GARCH) propuse de Engle [83] și, respectiv, de Bollerslev [35].

În timp ce seriile de timp convenționale și modelele econometrice funcționează sub o ipoteză de varianță constantă, procesul ARCH introdus în Engle [83] permite variației condiționate să se schimbe în timp ca o funcție a erorilor trecute, lăsând constantă varianța necondiționată. Acest lucru corespunde unui mecanism de asimilare adaptivă. [35].

În lucrarea sa Bollerslev [35] face referire la utilitatea modelelor de tip ARCH din perspectiva modelării fenomenelor și proceselor din economie. Extinderea procesului ARCH la procesul GARCH este asociată cu extinderea procesului AR din seria de timp standard la procesul general ARMA și, respectiv, permite o descriere mai parcimonioasă în diverse situații. După Cornand, Hubert [59, p.8], modelul GARCH oferă o identificare parcimonioasă a varianței condiționate combinată cu o reprezentare statistică agnostică a procesului de inflație. Totodată, este caracteristic proceselor de generare a datelor în care volatilitatea unei serii variază în timp, având avantajul de captare a volatilității respective dependente de timp ca funcție de volatilitatea anterioară observată.

Unicul dezavantaj al acestei modele este reflectat de faptul că este asumat răspunsul simetric al varianței condiționate (volatilității) la șocurile atât cele pozitive, cât și cele negative. Cu toate acestea, modelul GARCH este capabil de a constata și analiza impactul șocurilor din trecut, efectele unor evenimente tranzitorii la adresa volatilității, precum și a testa dacă volatilitățile din trecut prezic volatilitățile curente și cele viitoare [147]. Rother [170, p.7] susține că dintre efectele dăunătoare ale inflației, sunt deosebit de îngrijorătoare consecințele negative ale volatilității inflației. Variabilitatea ridicată a inflației în timp face așteptările inflaționiste mai incerte. Acest lucru induce prime de risc pentru aranjamentele pe termen lung și, respectiv, cresc costurile de acoperire împotriva riscurilor de inflație, ceea ce nemijlocit duce la redistribuirea nerațională a resurselor financiare în economie.

Totodată, de menționat că Rother [170] în lucrarea sa a găsit o abordare pentru generarea unei măsuri a așteptărilor inflaționiste. În special, modelele AR(1) cu structură GARCH (1,1) pentru variațiile reziduale au fost estimate la frecvența anuală, varianța erorii de prognoză reprezentând incertitudinea condiționată a inflației. Deși, utilizarea variațiilor condiționate poate părea mai potrivită pentru a surprinde efectele incertitudinii inflației, există motive întemeiate pentru a lua în considerare ambele forme de volatilitate a inflației. Deoarece așteptările inflaționiste nu sunt observabile, o avertizare generală la utilizarea variațiilor condiționate este că rezultatele vor fi valabile doar pentru modelul de bază specific utilizat pentru a genera așteptările inflaționiste agregate.

În această ordine de idei, prin estimarea modelului GARCH se urmărește identificarea posibilității conturării persistenței așteptărilor inflaționiste adaptive în procesul de formare a așteptărilor inflaționiste în Republica Moldova.

Estimarea volatilității inflației în Republica Moldova s-a realizat prin aplicarea modelului econometric GARCH (1, 1). Aceasta presupune persistența efectului ARCH (1) și GARCH (1).

Ecuatiile modelului GARCH (1, 1) se rezumă la următoarele:

$$\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_{t-1} + \varepsilon_t, \varepsilon_t \approx (0, \omega_t^2) \quad (3.1)$$

$$\omega_t^2 = \gamma_0 + \gamma_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \omega_{t-1}^2 \quad (3.2)$$

unde π_t – regresia ratei inflației în funcție de lag-ul său în cadrul ecuației medii; ε_t – termenul rezidual; ω_t^2 – dispersia variabilei dependente în perioada curentă; γ_1 – coeficientul ARCH, β_1 – coeficientul GARCH.

Astfel, în vederea estimării volatilității procesului inflaționist în Republica Moldova, a fost utilizat modelul GARCH (1,1) parcurgând următoarele etape:

1. Staționizarea datelor;
2. Definitivarea ecuației;
3. Testarea efectului ARCH;
4. Generarea modelului GARCH;
5. Evaluarea volatilității inflației și interpretarea rezultatelor.

În vederea conferirii reprezentativității modelului aferent volatilității inflației, s-au utilizat datele statistice lunare asociate indicelui prețurilor de consum în funcție de două perioade luate ca reper: ianuarie 1994 – iunie 2022 și, respectiv, pentru perioada asociată regimului de țintire a inflației (ianuarie 2010 – iunie 2022). S-a efectuat logaritizarea seriilor de timp IPC.

1. *Staționaritatea datelor.* Testul unit – root s-a efectuat folosind Augmented Dickey-Fuller [72], Akaike Info Criterion în vederea verificării staționarității seriilor de timp IPC. Rezultatele testării sunt prezentate în Tabelul 3.5. Testul respectiv presupune existența ipotezei nule, precum seria de date analizată nu este staționară și aceasta este respinsă în condițiile în care valoarea testului este inferioară celei critice.

Tabelul 3.5. Testul staționarizării seriei de timp L_IPC

Perioada		t-Statistic	Prob.*
ian.1994- iun.2022	Testul statistic Dickey-Fuller	-1.467390	0.5491
	Testul valorilor critice:	1% nivel	-3.449977
		5% nivel	-2.870084
		10% nivel	-2.571391
ian. 2010- iun.2022	Testul statistic Dickey-Fuller	1.671947	0.9996
	Testul valorilor critice:	1% nivel	-3.474874
		5% nivel	-2.880987
		10% nivel	-2.577219

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Valorile calculate ale statisticii înregistrează nivelul de -1.467390 pentru perioada ian.1994-iun.2022 cu o probabilitate p asociată acesteia de 0.5491. Ce ține de perioada ian.2010-iun.2022 valoarea t-Statistic constituie 1.671947 cu o probabilitate p de 0.9996. Astfel, în corespundere cu ipoteza nulă asumată, se constată că seria IPC aferentă ambelor perioade este nestaționară pentru toate cele trei nivele de semnificație de 1 la sută, 5 la sută și, respectiv, 10 la sută.

În acest context, în vederea staționarizării seriei, a fost aplicată diferența de ordinul 1. Rezultatele sunt reflectate în Tabelul 3.6.

Tabelul 3.6. Testul staționarizării seriei de timp L_IPC diferențiate de ordinul 1

Perioada		t-Statistic	Prob.*
ian.1994- iun.2022	Testul statistic Dickey-Fuller	-10.31278	0.0000
	Testul valorilor critice:	1% nivel	-3.449447
		5% nivel	-2.869850
		10% nivel	-2.571266
ian. 2010- iun.2022	Testul statistic Dickey-Fuller	-5.792023	0.0000
	Testul valorilor critice:	1% nivel	-3.474874
		5% nivel	-2.880987
		10% nivel	-2.577219

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Din tabelul 3.6, se observă că seriile DL_IPC asociate celor două perioade analizate sunt staționare pentru toate cele 3 nivele de semnificație de 1 la sută, 5 la sută și 10 la sută. Valorile statisticilor de -10.31278 și, respectiv, de -5,792023 sunt inferioare valorilor critice pentru oricare nivel de semnificație. În acest context, ipoteza nulă este respinsă, iar valorile probabilităților asociate ($p=0$) confirmă acest fapt.

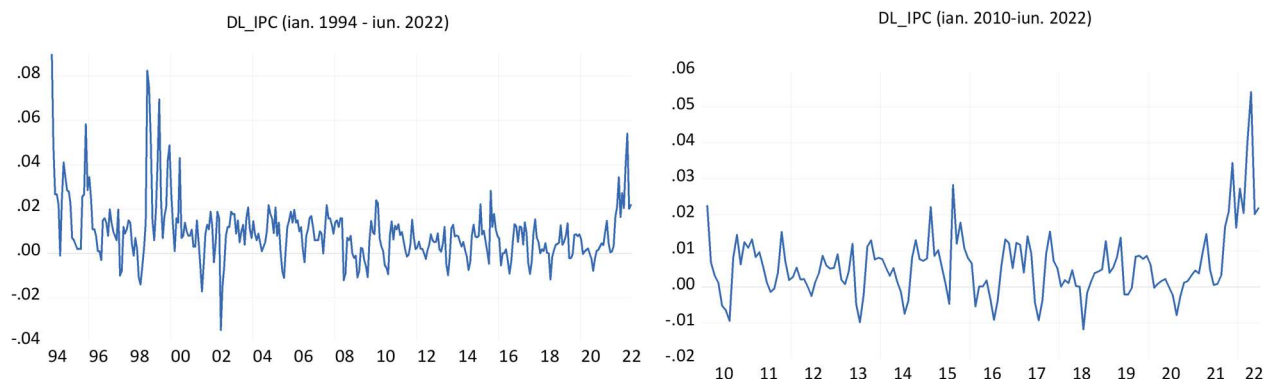


Figura 3.6. Evoluția seriilor DL_IPC pe perioade supuse studiului

Sursa: elaborată de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Reprezentarea grafică a seriilor de date obținute prin aplicarea diferenței de ordin 1 este redată în figura 3.6 în funcție de cele două perioade analizate și marchează o volatilitate sporită a procesului inflaționist în Republica Moldova, fapt confirmat prin aplicarea testului ARCH (Tabelul 3.7). Perioadele cu o volatilitate joasă tind să fie urmate de perioade de timp cu o volatilitate sporită, definind efectul heteroscedasticității seriilor de timp DL_IPC pentru ambele perioade supuse analizei.

2. Pornind de la argumentările lui Bollerslev [35], precum funcțiile de autocorelare și autocorelare parțială sunt instrumente utile în identificarea și verificarea comportamentului seriilor de timp în contextul procesului ARMA în medie condiționată. În mod similar, autocorelațiile și autocorelațiile parțiale pentru procesul pătrat se pot dovedi utile în identificarea și verificarea comportamentului GARCH în ecuația de varianță condiționată.

În acest sens, a fost identificată ecuația de evoluție a inflației, redată de modelul ARMA (1,12) (Tabelul A4.2) pentru perioada ian. 1994 – iun. 2022. Aplicarea termenului MA(12) a fost sugerată de componenta AC al corelogramei seriei de timp DL_IPC reprezentată în Tabelul A4.1. Pentru ecuația de evoluție a procesului inflaționist în perioada ian.2010 – iun.2022 s-a aplicat modelul AR (1) – reprezentat în Tabelul A4.3.

3. *Testarea efectului ARCH* presupune verificarea următoarelor ipoteze:

- H_0 – nu există efectul ARCH pentru lag-ul aplicat;
- H_1 – persistența efectului ARCH pentru lag-ul aplicat.

Ipoteza nulă este respinsă în condițiile în care valoarea probabilității $p < 0,05$ și, respectiv, se confirmă existența efectelor ARCH asociată seriei de date analizate. În vederea estimării efectului ARCH de heteroscedasticitate a seriei de timp analizate a fost efectuat testul ARCH, valorile probabilităților p confirmă prezența efectului ARCH pentru primul lag la 1 la sută nivel de semnificație pentru ambele perioade supuse cercetării.

Tabelul 3.7. Testarea efectului ARCH

ian.1994 - iun.2022	F-statistic	159.2316	Prob. F(1,338)	0.0000
	Obs*R-squared	108.8803	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
ian.2010 – iun.2022	F-statistic	15.58884	Prob. F(1,146)	0.0001
	Obs*R-squared	14.27790	Prob. Chi-Square(1)	0.0002

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Rezultatele obținute în urma testării efectului ARCH, conferă atribuția de a genera modelul GARCH (1, 1).

4. *Generarea modelului GARCH.* Rulând modelul GARCH (1, 1), s-a asumat faptul că efectele negative și pozitive ale șocurilor asupra varianței condiționate sunt simetrice.

În baza regresiei, s-a determinat că atât efectul ARCH, cât și efectul GARCH sunt semnificative din punct de vedere statistic la nivelul critic de 5 la sută în cazul celor două perioade analizate, fapt confirmat de valorile probabilităților p . Totodată, trebuie menționat faptul că condițiile unui model GARCH sunt respectate, coeficienții înregistrând valori pozitive.

Tabelul 3.8. Modelul GARCH (1, 1) pentru perioada ian. 1994 – iun. 2022

Dependent Variable: DL_IPC
Method: ML ARCH - Normal distribution
Sample (adjusted): 1994M03 2022M06
Included observations: 340 after adjustments
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2 + C(6)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.006454	0.001684	3.832338	0.0001
AR(1)	0.547972	0.042335	12.94364	0.0000
MA(12)	0.321811	0.047007	6.846032	0.0000
Variance Equation				
C	2.68E-05	1.19E-05	2.247190	0.0146
RESID(-1)^2	0.149902	0.075573	1.983533	0.0073
GARCH(-1)	0.599902	0.169538	3.538458	0.0004
Root MSE	0.009475	R-squared		0.533574
Mean dependent var	0.009438	Adjusted R-squared		0.530806
S.D. dependent var	0.013894	S.E. of regression		0.009517
Akaike info criterion	-6.539505	Sum squared resid		0.030523
Schwarz criterion	-6.471935	Log likelihood		1117.716
Hannan-Quinn criter.	-6.512581	Durbin-Watson stat		1.746503

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Astfel, coeficienții ecuației varianței sunt pozitivi în ambele modele și în sumă constituie 0,75 pentru perioada ian.1994-iun.2022 și, respectiv, 0,80 pentru perioada ian.1994-iun.2022, valorile fiind inferioare valorii de 1. Modelul generat (Tabelul 3.8) sugerează că volatilitatea inflației în perioada ian.1994 - iun.2022 este influențată de efectul ARCH în proporție de 14,99 la sută și de efectul GARCH în mărime de 59,99 la sută. Tabelul 3.9 identifică precum volatilitatea procesului inflaționist în perioada ian. 2010 - iun. 2022 este influențată de efectul ARCH în mărime de 36,84 la sută și, respectiv de GARCH – 42,80 la sută.

Suma coeficienților modelului GARCH (1, 1) este mare în ambele perioade analizate, ceea ce indică faptul că modificările varianței condiționate sunt persistente și, respectiv, semnalând că perioadele de volatilitate ridicată a inflației sunt de lungă durată.

În concluzie, modificările generate de volatilitatea din perioadele precedente sunt de 75 la sută pentru perioada ian. 1994 - iun. 2022, și respectiv de 80 la sută în cazul perioadei de promovare a politicii monetare prin prisma regimului de țintire a inflației. Statistica Durbin-Watson este semnificativă, înregistrând valorile în proximitatea agreabilului nivel de 2,0, valoarea Log likelihood este semnificativă din punct de vedere statistic. Totodată, criteriile Akaike, Schwarz și Hannan-Quinn sunt reprezentative și confirmă validitatea modelelor GARCH (1, 1) generate.

Tabelul 3.9. Modelul GARCH (1, 1) pentru perioada ian. 2010 – iun. 2022

Dependent Variable: DL_IPC
Method: ML ARCH - Normal distribution
Sample (adjusted): 2010M03 2022M06
Included observations: 148 after adjustments
GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.004975	0.001028	4.837966	0.0000
AR(1)	0.502505	0.091003	5.521841	0.0000
Variance Equation				
C	1.25E-05	4.84E-06	2.593532	0.0095
RESID(-1)^2	0.368407	0.121839	3.023712	0.0025
GARCH(-1)	0.427974	0.145203	2.947415	0.0032
Root MSE	0.007143	R-squared		0.376211
Mean dependent var	0.005838	Adjusted R-squared		0.371939
S.D. dependent var	0.009074	S.E. of regression		0.007191
Akaike info criterion	-7.169817	Sum squared resid		0.007551
Schwarz criterion	-7.068560	Log likelihood		535.5665
Hannan-Quinn criter.	-7.128676	Durbin-Watson stat		1.687033

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Ecuțiile de regresie aferente modelului GARCH (1, 1) pentru perioada ian.1994-iun.2022:

$$DL_IPC = 0.00645359433592 + [AR(1)=0.547972209178, MA(12)=0.321811082325] \quad (3.3)$$

$$GARCH = 0.0000268 + 0.149901689726*RESID(-1)^2 + 0.599901689726*GARCH(-1) \quad (3.4)$$

Ecuțiile rezultante ale modelului GARCH (1,1) pentru perioada implementării și promovării politicii monetare prin prisma regimului de țintire a inflației (ian.2010 - iun.2022):

$$DL_IPC = 0.00497524580645 + [AR(1)=0.502505375694] \quad (3.5)$$

$$GARCH = 0.0000125 + 0.368407375862*RESID(-1)^2 + 0.427973773567*GARCH(-1) \quad (3.6)$$

Diagnosticul reziduurilor (Tabelul 3.10) sugerează despre lipsa efectelor ARCH/GARCH reziduale asupra dispersiei seriei analizate pentru ambele perioade supuse analizei, valorile probabilităților înregistrând valori de peste 78 la sută și, respectiv, 79 la sută, și determină suficiența modelului GARCH (1, 1) în atenuarea heteroscedasticității.

Tabelul 3.10. Testul heteroscedasticității ARCH-LM

ian.1994 - iun.2022	F-statistic	0.075598	Prob. F(1,337)	0.7835
	Obs*R-squared	0.076030	Prob. Chi-Square(1)	0.7828
ian.2010 – iun.2022	F-statistic	0.066672	Prob. F(1,145)	0.7966
	Obs*R-squared	0.067561	Prob. Chi-Square(1)	0.7949

Sursa: elaborată de autor prin prelucrarea datelor în EViews

5. *Evaluarea volatilității inflației.* Figura 3.7 reprezintă volatilitatea seriei de timp IPC ilustrate prin graficul deviației standard condiționate și graficul varianței condiționate, care reflectă măsura incertitudinii aferent evoluției procesului inflaționist pe de o parte și identifică șocurile survenite la adresa inflației pentru cele două perioade analizate.

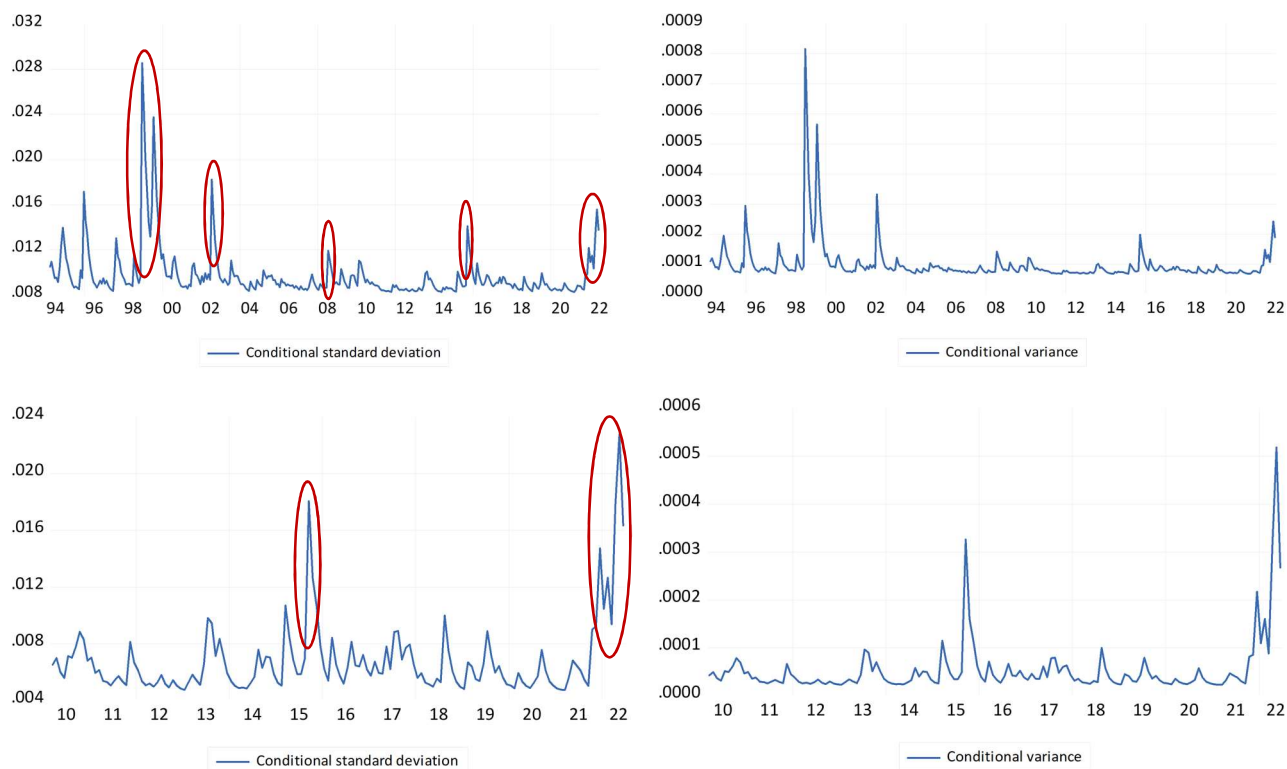


Figura 3.7. Graficele GARCH (1, 1) aferente celor două perioade analizate

Sursa: elaborată de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Este necesar de menționat că perioadele cu volatilitate sporită a inflației sunt asociate cu evenimentele generatoare de șocuri la adresa procesului inflaționist autohton. De remarcă șocurile care au survenit din impactul crizelor internaționale asupra evoluțiilor macroeconomice din Republica Moldova, precum criza financiară din Federația Rusă din anul 1998, criza financiară globală din 2008, lichidarea celor trei bănci licențiate autohtone din perioada 2015-2016, criza energetică din 2021-2022, toate acestea lăsându-și amprente asupra evoluției indicelui prețurilor de consum în Republica Moldova.

Rezultatele empirice confirmă faptul că volatilitatea procesului inflaționist din Republica Moldova depinde de volatilitățile precedente, ceea ce, nemijlocit, este reflectat asupra procesului de formare a așteptărilor inflaționiste, conferind o marjă de incertitudine în constituirea acestora. Pe de altă parte, pornind de la raționamentele potrivit cărora inflația viitoare este condiționată de volatilitățile precedente, se conturează probabilitatea persistenței așteptărilor inflaționiste de tipul backward-looking la formarea indicelui prețurilor de consum în Republica Moldova.

3.3. Impactul așteptărilor inflaționiste asupra procesului inflaționist din Republica Moldova

Includerea așteptărilor inflaționiste observate în modelele care pot fi utilizate în procesul de proiecție îmbunătățește marginal performanța prognozelor inflației. O evaluare extinsă a previziunilor în timp real ... sugerează că indicatorii așteptărilor inflaționiste aduc unele câștiguri în acuratețea prognozei inflației în comparație cu modelele care nu includ astfel de așteptări. Așteptările inflaționiste pe termen mai lung pot fi, de asemenea, transformate într-o variabilă endogenă într-un model satelit, care utilizează principalele variabile macroeconomice prezente în modelele de prognoză. Modelul satelit poate fi utilizat pentru a produce prognoze condiționate ale așteptărilor inflaționiste pe termen lung, care pot fi apoi introduse în principalele modele de prognoză ca o cale de scenariu. [201]

Investigarea eficacității abordării actuale de politică monetară asociate cadrului de țintire a inflației, care utilizează suplimentar la așteptările inflaționiste și rata de politică monetară ca principalul instrument pentru gestionarea, controlul și stabilizarea inflației și crearea unui mediu în care se poate realiza o creștere economică durabilă implică oportunitatea luării în calcul al acestor variabile la fundamentarea modelului de evoluție a procesului inflaționist. Pe de altă parte, recunoașterea faptului că rezultatele politicii monetare în materie de ținare sub control al procesului inflaționist depind de oportunitatea aplicării ratei de politică monetară, alături de așteptările inflaționiste luând ca reper transmisia impulsurilor monetare prin prisma canalului ratei dobânzii și

celui al așteptărilor inflaționiste specifice cadrului de țintire inflației sugerează efectuarea analizei de fond cu dovezi empirice asociate situației din Republica Moldova.

Aspectele teoretice și practice aferente instrumentelor și acțiunilor de politică monetară, mecanismul de transmisie a deciziilor de politică monetară, relațiilor dintre rata de politică monetară pe termen scurt și inflație, precum și metodologia de identificare a relațiilor pe termen scurt și lung dintre variabilele macroeconomice au fost abordate, preponderent, în lucrările economiștilor și savanților, precum: Johansen [130], Bernanke [24], Taylor [182, 183], Mishkin [149], Swank și Lidwin [181].

Revizuirea literaturii de specialitate în materie de politică monetară pune în evidență importanța și beneficiile alegerii ratei de refinanțare (monetary policy rate) ca instrument de bază al politicii monetare în vederea asigurării stabilității prețurilor și susținerii creșterii economice de durată. Astfel, Taylor [183] consideră că problema politicii monetare este de a găsi o procedură bună de utilizat pentru a stabili instrumentul eficient de politică monetară, capabil să asigure atingerea obiectivului propus (stabilitatea prețurilor) – de obicei fiind rata dobânzii pe termen scurt. Taylor [182] consideră că există o dovadă empirică puternică asociată efectelor ratei dobânzii asupra consumului și investițiilor, concluzionând că canalul de transmisie monetară a ratei dobânzii este unul puternic. Swank și Lidwin [181] au efectuat un studiu empiric aferent relației dintre rata dobânzii pe termen scurt și regimurile de politică monetară, ajungând la concluzia că băncile centrale cu regimul de țintire directă a inflației și cele eclecticice cu ancoră implicită, urmărind obiectivul privind inflația tind să aibă un control strict asupra ratei pe termen scurt de regulă de o lună. Acest fapt la rândul său sugerează că această rată joacă un rol mai important în procesul de transmitere monetară în țările care promovează politica monetară în funcție de aceste strategii decât în țările cu regimul de țintire a agregatelor monetare sau țintire a cursului de schimb.

Pentru a clarifica explicit modul în care politica monetară poate explica economia, Mishkin [149] cercetează canalele prin care deciziile de politică monetară sunt transmise către economia reală, menționând că canalul ratei dobânzii presupune utilizarea ratei nominale a dobânzii pe termen scurt de către băncile centrale în materia factorului decizional al politicii monetare pentru a influența costul capitalului și, în consecință, susținând astfel procesul investițional și creșterea economică.

Structura mecanismului de transmisie constă din canale de transmisie, reprezentate prin legăturile variabilelor macroeconomice și, respectiv, prin intermediul cărora este generat impulsul de modificare, survenit în urma aplicării instrumentelor de politică monetară aflate la dispoziția băncii centrale. În literatura economică nu există o opinie unanimă aferentă structurii mecanismului de transmisie și principiului de combinare a canalelor de transmisie, acestea fiind dependent de

potențialul economic, financiar și social al unui stat, precum și de cadrul de politică monetară implementat, de obiectivele operaționale, intermediare și finale ale politicii monetare.

Crowder și Hoffman [60] examinând relația dinamică pe termen lung dintre rata dobânzii nominală pe termen scurt și inflație, ajung la concluzia că acestea sunt cointegrate și, astfel, împărtășesc o tendință stocastică comună. În același timp, ei constată că legătura cauzală Granger pe termen lung dintre aceste variabile este de la rata inflației la rata nominală, ceea ce implică faptul că rata inflației conține informații despre calea viitoare a ratei dobânzii nominale.

Utilizarea ratei de bază a BNM ca variabilă determinantă a procesului inflaționist este inevitabilă și se fundamentează pe faptul că, odată cu implementarea regimului de țintire directă a inflației în anul 2010, aceasta a devenit instrumentul principal pentru piața monetară interbancară pe termen scurt, capabil să dirijeze condițiile pe piața monetară și în prim plan să realizeze ținta inflației [8]. Din aceste considerente, perioada supusă studiului este trimestrul I 2010 – trimestrul I 2022 în vederea identificării și analizei performanței ratei de politică monetară în atingerea obiectivului băncii centrale privind stabilitatea prețurilor. Din figura 3.8 de observat reacția autorității monetare din Republica Moldova prin canalul ratei de bază la evoluția procesului inflaționist.

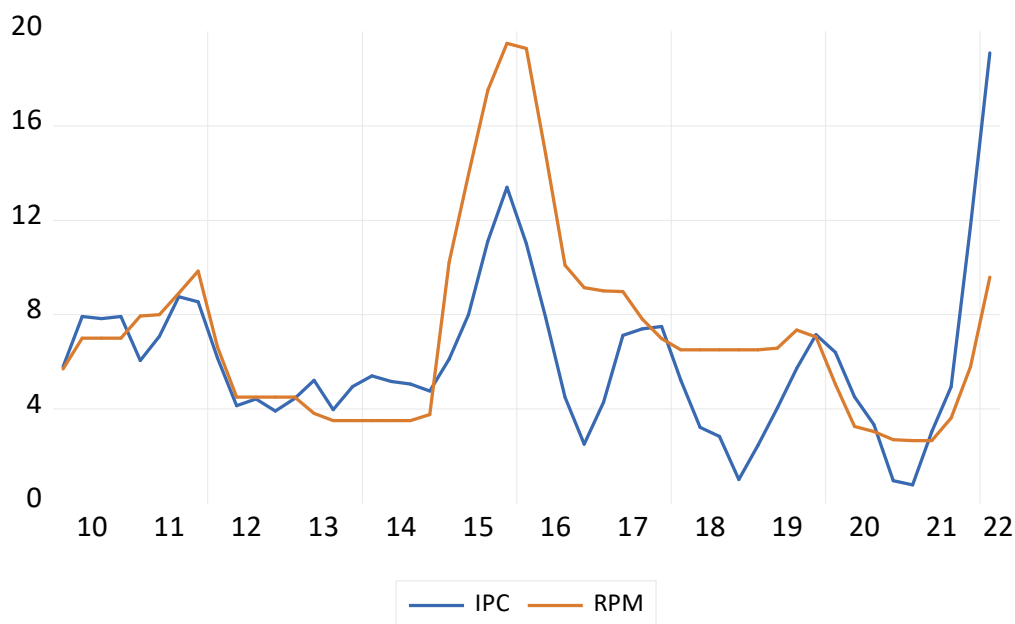


Figura 3.8. Dinamica ratei inflației (% , yoy) și ratei de bază (%) în perioada din momentul implementării regimului de țintire a inflației și până în trimestrul I, 2022

Sursa: elaborată de autor prin prelucrarea datelor în Eviews, datele statistice fiind preluate [195], [198], calcule autor

Estimarea deviației PIB este implicită procesului de ajustare și orientare optimă a politicii monetare în funcție de ciclurile economice. După Fisher și al. [88] deviația pib este asociată nivelului în care funcționează economia la un nivel nesustenabil de utilizare al resurselor – adesea exprimat

empiric ca abaterea producției reale de la tendință. În ultimii ani, aceasta a fost folosită pentru a reprezenta nivelul în care produsul intern brut efectiv se află sub nivelul său de echilibru, deseori numit potențial sau capacitate maximă de producție.

Estimarea deviației PIB s-a efectuat prin filtrul Hodrick-Prescott (HP), utilizând aplicația EViews prin asumarea parametrului gradului de netezire $\lambda = 1\,600$.

Figura 3.9 permite vizualizarea perioadelor de deviație a produsului intern brut, cele mai semnificate fiind înregistrate sub nivelul său potențial în anul 2012, 2015, 2016, 2020. Nivelurile pozitive ale deviației PIB consemnate peste cele potențiale au fost atinse în anii – 2013-2014, 2018-2019, 2021. Prin suprapunere cu figura 3.8, se pot identifica perioadele generatoare de presiuni inflaționiste din partea conjuncturii economice și, respectiv, cele dezinflaționiste. Presiunile dezinflaționiste semnificative s-au manifestat pe parcursul anului 2020 – perioada crizei pandemice cu repercusiuni severe asupra creșterii economice pe fondul atenuării consumului populației și restricțiilor și incertitudinilor generatoare de COVID-19. Aceasta la rândul său a contribuit la atenuarea pronunțată a procesului inflaționist implicând după sine și diminuarea ratei de politică monetară până la nivelurile minime istorice, astfel remarcându-se politica BNM de susținere și impulsioneare a activității economice.

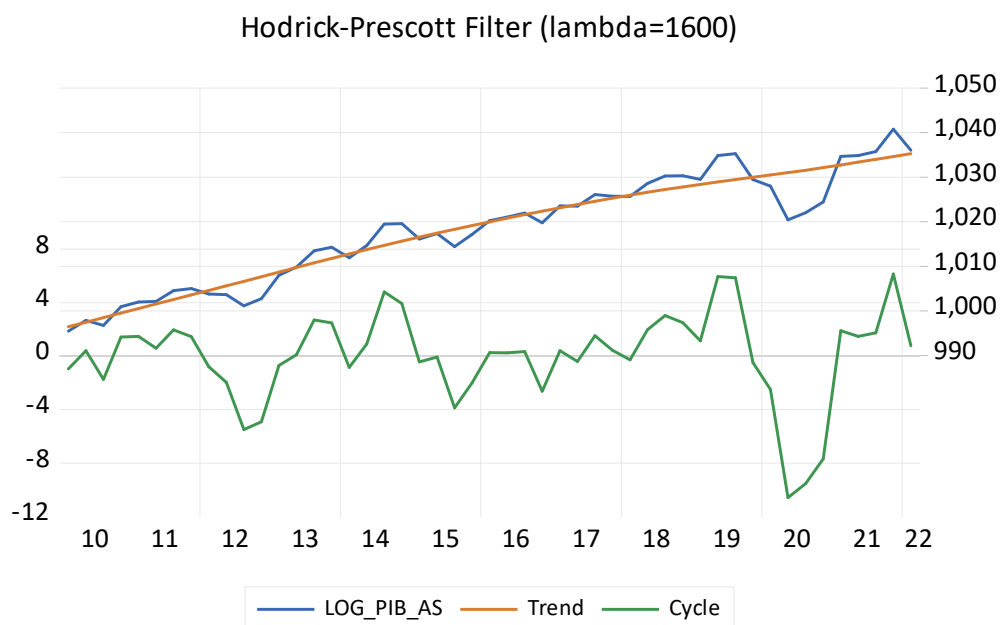


Figura 3.9. Estimarea deviației PIB în Republica Moldova după metoda HP Filter
Sursa: elaborată de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Hoffman și Rasche [121], folosind modele VEC în scopul de a prognoza variabilele macroeconomice, au constatat că modele respective oferă previziuni mai bune decât modelele de

autoregresie vectorială (VAR) care nu țin cont de efectul cointegrării, în special pe orizonturi mai lungi de prognoză, deoarece termenii de cointegrare preiau relațiile de echilibru pe termen lung.

Engert și Hendry [82] au determinat comportamentul deviației PIB, ratelor dobânzilor din Canada și SUA și al ratei de schimb, aplicând un model de tipul VECM, ajungând la concluzia că modelul VECM devine un instrument eficient pentru consilierea decidenților în promovarea politicii monetare.

Abordarea metodologică și practică a cercetării s-a bazat pe simularea unui model econometric VECM (vector error correction model), punând în evidență oportunitatea definitivării relației dintre inflație, rata de politică monetară, creșterea economică și așteptările inflaționiste adaptate conjuncturii macroeconomice din Republica Moldova. *“The purpose of fitting the VAR model and determining the co-integration rank is that one gets the opportunity to formulate and test interesting hypotheses about the co-integrating relations and their adjustment coefficients.”* [130, p.1556]. Aceasta la rândul său reflectă faptul că dacă există vectori de cointegrare între variabile, este implicită estimarea și luarea în calcul al acestei relații de cointegrare, deoarece rularea modelului VAR în condițiile respective este specificat greșit pe seama omiterii termenului de corecție a erorilor, astfel neconferind modelului reprezentativitate. În circumstanțele prezentei cointegrării dintre variabile este binevenit apariția modelelor de corectare a erorilor. În același timp, prezența cointegrării între serii, sugerează existența relației de echilibru pe termen lung între variabilele supuse cercetării.

Metodologia lui Johansen se bazează pe estimarea rangului cointegrării, oferind informații despre existența cointegrării și, respectiv, permite determinarea numărului relațiilor de cointegrare. După Johansen, Juselius [131, p.170] există trei dimensiuni ale rangului (μ) de cointegrare:

- a) Rangul $\mu = 0 \Rightarrow$ nu există cointegrare;
- b) Rangul $\mu = n$ (numărul total de variabile supuse cercetării) \Rightarrow toate variabilele sunt staționare și, respectiv, nu există cointegrare între variabilele non-staționare. În situația respectivă este binevenit estimarea modelului VAR;
- c) $0 < \mu < n \Rightarrow$ reflectă existența cointegrării între variabile și sugerează rularea modelului VECM.

În acest context, Johansen, Juselius [131] propun două teste de identificare a acestui rang: *trace test* și *maximum eigenvalue test* identificate prin următoarele ecuații:

$$T_{trace} = -T \sum_{i=\mu+1}^n \ln(1 - \lambda_i) \quad (3.7)$$

$$T_{\max_eig} = -T \ln(1 - \lambda_{\mu+1}) \quad (3.8)$$

Trace test (formula 3.7) testează ipoteza nulă a μ vectori cointegratori față de ipoteza alternativă a n vectori cointegratori. Testul *maximum eigenvalue* (formula 3.8) testează ipoteza nulă a vectorilor de cointegrare μ față de ipoteza alternativă a vectorilor de cointegrare $\mu + 1$.

Pornind de la faptul că procesul inflaționist în Republica Moldova este volatil și vulnerabil la șocurile parvenite din mediul macroeconomic extern, fapt confirmat prin regresiiile asociate modelelor GARCH (1, 1) din subcapitolul anterior, și luând ca reper abordările teoretice ale indicatorilor macroeconomici de natură să afecteze procesul inflaționist autohton, se consideră că indicele prețurilor de consum este o variabilă dependentă de: PIB real (*pib*), rata de politică monetară (rata de bază - *rb*), și așteptările inflaționiste (*ast*).

$$IPC = f(pib, rb, ast) \quad \dots\dots(3.9)$$

În cadrul cercetării au fost utilizate datele trimestriale ale seriilor de timp aferente inflației luând ca reper indicele prețurilor de consum, pentru creșterea economică au fost utilizate datele privind produsul intern brut în prețurile medii ale anului 2010, acestea fiind ajustate sezonier prin metoda TRAMO SEATS, utilizând aplicația DEMETRA+. Datele statistice aferente inflației și produsului intern brut au fost preluate de pe pagina web oficială a Biroului Național de Statistică al Republicii Moldova. Informațiile asociate ratei de bază au fost preluate de pe pagina web oficială a Băncii Naționale a Moldovei, fiind prelucrate prin cuantificarea mediei ponderate pe zile. Așteptările inflaționiste au fost definitivate în funcție de cele de tipul forward-looking, fiind asumate următoarele condiționalități:

- 1) Credibilitatea autorității monetare = 1
- 2) Percepția informației de publicul larg = 1
- 3) Asumarea următoarei egalități

$$E_t \pi_{t+1} = \pi_{po}^{rat} \quad (3.10)$$

unde $E_t \pi_{t+1}$ – nivelul inflației așteptate;

π_{po}^{rat} – prognoza oficială a inflației publicată de Banca Națională, luând ca reper valorile prognozate trimestriale ale inflației cuprinse în cadrul Rapoartelor asupra inflației.

De menționat că, deși pe site-ul web oficial al Băncii Naționale a Moldovei este prezent sondajul aferent studiului așteptărilor inflaționiste, rezultatele acestuia nu sunt publice, astfel apare dificultatea determinării componentei predominante ale așteptărilor inflaționiste, precum și impactul acestora asupra procesului inflaționist din Republica Moldova.

Pornind de la conceptul promovat de Muth [158, p. 315], precum că „*așteptările nu diferă de prognozele optime aferent celor mai bune perspective de viitor, în condițiile în care este utilizată toată informația accesibilă*”, se asumă faptul că așteptările inflaționiste raționale sunt echivalente cu valoarea prognozată a inflației, luând în calcul totalitatea informațiilor disponibile și furnizate de autoritatea monetară.

În această ordine de idei, la simularea identificării așteptărilor inflaționiste raționale este asumat faptul că BNM se bucură de o credibilitate sporită în acțiunile și măsurile întreprinse, astfel încât analiștii, băncile și populația se așteaptă la o inflație asociată prognozelor băncii centrale. Aceasta, semnaleză necesitatea persistenței condiționate a credibilității odată ce a fost asumat acest fapt în simulare. Astfel, e necesar de asigurat credibilitatea publicului larg în autoritatea monetară, astfel încât grupurile-țintă să-și optimizeze comportamentul în funcție de comunicările, inclusiv prognozele furnizate de banca centrală, formând în acest fel așteptările inflaționiste. Unul dintre instrumente în acest sens ar fi atenuarea eventualelor abateri a valorilor estimative a inflației de la o rundă de prognoză la alta. Totodată, aici merită de remarcat că, credibilitatea autorității monetare este direct afectată de gradul de percepere și asimilare a informațiilor furnizate de banca centrală, fiind un indicator subiectiv care compromite formarea caracterului rațional al așteptărilor inflaționiste.

Raționamentele menționate anterior pun în evidență *oportunitatea testării ipotezei persistenței așteptărilor inflaționiste mixte, atât celor adaptive cât și celor raționale în Republica Moldova.*

Estimarea ecuației de regresie (formula 3.11) asociată modelului VECM s-a realizat pentru perioada trimestrul I, 2010 – trimestrul I, 2022.

$$\Delta x_t = c + \sum_{i=1}^{n-1} \alpha_i \Delta x_{t-i} + \delta E_{t-1} + \varepsilon_t, \quad t = 1, \dots, T \quad (3.11)$$

unde $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$, iar E_{t-1} – este termenul de corectare a erorii (error corection term), δ – este viteza de ajustare a coeficientului de corecție.

Variabila dependentă este o funcție a propriului său lag, precum și o funcție a valorilor întârziate ale celuilalt regresor din sistem. Ecuația de regresie asociată modelului VECM permite estimarea dinamicii pe termen scurt a variabilelor prin componenta $\sum_{i=1}^{n-1} \alpha_i \Delta x_{t-i}$, și respectiv, este utilizată în vederea identificării relației dintre variabile pe termen lung prin intermediul termenului de corecție a erorilor E_{t-1} (formula 3.12).

$$E_{t-1} = x_{t-1} - \beta - \tau y_{t-1} \quad (3.12)$$

unde β , τ – sunt parametrii relației de cointegrare pe termen lung dintre variabilele x și y .

Astfel, termenul de corecție a erorii este reziduuul întârziat al ecuației pe termen lung de natură să explice faptul că abaterea perioadei precedente de la echilibrul pe termen lung influențează modificările pe termen scurt ale variabilei dependente. De menționat că, coeficientul de corecție numit și „viteza de ajustare” reprezintă viteza cu care variabila dependentă converge către echilibrul pe termen lung după modificările survenite la adresa variabilelor explicative.

Seriile de timp au fost logaritmuate în vederea facilitării interpretării coeficienților obținuți din regresie, considerându-le elasticități.

Astfel, în vederea testării ipotezei propuse, s-a apelat la parcurgerea următoarelor etape:

1. *Aplicarea unit root test în vederea determinării staționarității seriilor de timp* supuse cercetării, fiind una dintre condițiile aplicării testului de cointegrare a lui Johansen – care implică necesitatea staționarizării seriilor la același ordin I(1) [130];

Prin intermediul testului Augmented Dickey-Fuller [72], a fost verificată staționaritatea seriilor de timp \ln_ipc , \ln_pib , \ln_rb , \ln_ast . Rezultatele testării sunt prezentate în Tabelul 3.11.

Tabelul 3.11. Evaluarea staționarității seriilor de timp analizate

			t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
ADF							
<i>inflație (ln ipc)</i>			-2.431853	0.1393	ADF	-4.287901	0.0014
Valorile critice ale testului:					Valorile critice ale testului:		
	1% level	-3.592462			1% level	-3.588509	
	5% level	-2.931404			5% level	-2.929734	
	10% level	-2.603944			10% level	-2.603064	
			t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
ADF							
<i>pib real (ln pib)</i>			-1.298131	0.6231	ADF	-6.579768	0.0000
Valorile critice ale testului:					Valorile critice ale testului:		
	1% level	-3.574446			1% level	-3.577723	
	5% level	-2.923780			5% level	-2.925169	
	10% level	-2.599925			10% level	-2.600658	
			t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
ADF							
<i>rata de bază a BNM (ln rb)</i>			-2.237669	0.1969	ADF	-4.169630	0.0023
Valorile critice ale testului:					Valorile critice ale testului:		
	1% level	-3.615588			1% level	-3.615588	
	5% level	-2.941145			5% level	-2.941145	
	10% level	-2.609066			10% level	-2.609066	
			t-Statistic	P-value	Aplicarea diferenței de ordinul I	t-Statistic	P-value
ADF							
<i>așteptările inflaționiste (ln ast)</i>			-2.809486	0.0672	ADF	-5.291013	0.0001
Valorile critice ale testului:					Valorile critice ale testului:		
	1% level	-3.632900			1% level	-3.632900	
	5% level	-2.948404			5% level	-2.948404	
	10% level	-2.612874			10% level	-2.612874	

Sursa: elaborat de autor folosind limbajul de programare EViews

Rezultatele testului reflectă că variabilele asociate inflației, ratei de politică monetară, creșterii economice, așteptărilor inflaționiste sunt staționare la aplicarea primei diferențe I(1). Acest fapt sugerează testarea cointegrării dintre variabilele implicate în studiu folosind testul de cointegrare al lui Johansen [130], în vederea identificării relațiilor dintre variabile.

2. *Definirea unui lag optim j prin rularea modelului VAR.* După Stock și Watson [174] lag-ul optim de întârziere este determinat în corespundere cu Lag-Order Selection asociat modelului VAR.

Generând modelul VAR în nivele (Tabelul A5.1), rezultatele indică că lag-ul optim este 2 în corespundere următoarele criterii de informare: LR test statistic, final prediction error, criteriile de informare Akaike și Hannan-Quinn (Tabelul 3.12).

Tabelul 3.12. VAR Lag order selection criteria

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: LN_IPC LN_AST LN_PIB
 LN_RB
 Exogenous variables: C
 Sample: 2010Q1 2022Q1
 Included observations: 33

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	73.71314	NA	1.72e-07	-4.225039	-4.043644	-4.164005
1	166.0158	156.6348	1.70e-09	-8.849443	-7.942469*	-8.544274
2	189.2367	33.77579*	1.15e-09*	-9.287071*	-7.654517	-8.737766*
3	197.7032	10.26240	2.06e-09	-8.830494	-6.472361	-8.037054
4	213.4519	15.27155	2.70e-09	-8.815269	-5.731556	-7.777693

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

3. *Efectuarea testului de cointegrare a lui Johansen cu j laguri și, respectiv, identificarea vectorilor de cointegrare.*

Efectuând testul de cointegrare a lui Johansen cu 2 laguri, *trace test* și *max-eigenvalue test* au indicat existența unei ecuații de cointegrare dintre variabilele supuse analizei la nivelul de semnificație de 5 la sută, rezultatele testului sunt reflectate în tabelul 3.13.

Numărul final de vectori cointegrați cu 2 lag-uri este egal cu 1 (unu), respectiv rangul definitivat este 1, acesta fiind mai mare de zero și mai mic decât numărul de variabile (4), ceea ce semnifică existența cointegrării între variabile și respectiv a relației cauzale pe termen lung dintre variabilele supuse studiului, fapt care sugerează și permite estimarea modelului VECM.

Tabelul 3.13. Rezultatele testului de cointegrare a lui Johansen

<i>Hypothesized</i>		<i>Trace</i>	<i>0.05 Critical Value</i>		<i>Max-Eigen Statistic</i>	<i>0.05 Critical Value</i>	<i>Prob.</i>
<i>No. of CE(s)</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Statistic</i>		<i>Prob.</i>			
None *	0.613062	49.19314	47.85613	0.0372	32.28272	27.58434	0.0115
At most 1	0.199820	16.91043	29.79707	0.6467	7.579249	21.13162	0.9275
At most 2	0.194074	9.331177	15.49471	0.3356	7.335970	14.26460	0.4502
At most 3	0.056994	1.995207	3.841465	0.1578	1.995207	3.841465	0.1578

Trace test indică 1 ecuație de cointegrare la nivelul de semnificație de 0.05

Max-eigenvalue test indică 1 ecuație de cointegrare la nivelul de semnificație de 0.05

**semnifică respingerea ipotezei nule la nivelul de semnificație de 0.05*

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

4. Rularea modelului VECM cu $j-1$ lag. Rezultatele modelului VECM estimat sunt reflectate în Tabelul A5.2. Ecuația de cointegrare (3.13) care definește relația pe termen lung dintre variabilele analizate - inflație, creșterea economică, rata de bază, așteptările inflaționiste este redată în următoarea extensie cu includerea erorilor standard în paranteze:

$$(0.09984) \quad (0.01372) \quad (0.02906)$$

$$\ln_ipc(-1) = 0.088441 * \ln_pib(-1) - 0.013597 * \ln_rb(-1) + 0.135549 * \ln_ast(-1) + 3.560120 \quad (3.13)$$

Rezultatele obținute asociate modelului simulat confirmă efectul causal dintre aceste variabile corespunzător principiului de caeteris paribus. Astfel, pe termen lung creșterea economică și așteptările inflaționiste au un impact pozitiv asupra variabilei dependente asociate inflației, și situație inversă în cazul ratei de bază având relație inversă de cauzalitate asupra prețurilor de consum în Republica Moldova. Pornind de la faptul că, seriile de timp au fost logaritmice și asumând astfel interpretarea coeficienților ca elasticități, rezultatele obținute (ecuația 3.13) reflectă faptul că creșterea produsului intern brut cu 1 la sută determină sporirea indicelui prețurilor de consum cu 0.088441 p.p., majorarea ratei de politică monetară a BNM cu 1 la sută contribuie la atenuarea inflației cu 0.013597 p.p., iar majorarea așteptărilor inflaționiste cu 1 la sută contribuie la accelerarea inflației cu 0.135549 p.p.

Aferent celeilalte părți ale ecuației de regresie asociate modelului VECM (formula 3.14) ce ține nemijlocit de relația dintre variabile pe termen scurt, trebuie menționată interpretarea coeficienților în cadrul tabelului 3.13.

Coeficientul C(1) asociat ecuației de cointegrare reprezintă coeficientul de corecție sau cea „viteză de ajustare” sau corectare a devierilor, din perioadele precedente, asociate echilibrului pe

termen lung, care este reprezentativ și valid. Acest fapt este confirmat de valoarea negativă a acestuia și de valoarea probabilității $p = 0.0224$, fiind semnificativă la nivelul critic de 5 la sută.

$$D(LN_IPC) = C(1)*(LN_IPC(-1) - 0.135548764753*LN_AST(-1) - 0.0884412670538*LN_PIB(-1) + 0.013596519256*LN_RB(-1) - 3.56012035934) + C(2)*D(LN_IPC(-1)) + C(3)*D(LN_AST(-1)) + C(4)*D(LN_PIB(-1)) + C(5)*D(LN_RB(-1)) + C(6) \quad (3.14)$$

Tabelul 3.14. Identificarea semnificației coeficienților asociați modelului VECM

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.154655	0.064117	-2.412083	0.0224
C(2)	0.642320	0.173229	3.707928	0.0009
C(3)	-0.015625	0.010680	-1.462986	0.1542
C(4)	0.107862	0.082619	1.305537	0.2020
C(5)	0.038129	0.014003	2.722816	0.0108
C(6)	0.000807	0.002742	0.294440	0.7705

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Se cere subliniat impactul pozitiv al coeficientului C(2) asociat inflației din perioadele anterioare asupra evoluției procesului inflaționist curent. Semnificația acestuia este validată prin valoarea probabilității p asociate și, de fapt, confirmă prezența componentei de backward-looking în procesul de constituire și de influență asupra prețurilor. Totodată, se observă reprezentativitatea și semnificația și pe termen scurt a variabilei asociate ratei de bază în sistemul de ecuație asumat, fapt confirmat prin valoarea $p = 0.0108$ din tabelul 3.14, precum și prin relația de cauzalitate identificată în contextul testului Granger causality (Tabelul 3.15). În același timp, este semnificativă relația de cauzalitate pe termen scurt a tuturor variabililor luate ca reper în analiză în ansamblu asupra variabilei dependente IPC cu o valoare a probabilității de 0.0093, fiind cu mult inferioară față de cea critică.

Tabelul 3.15. Cauzalitate Granger pe termen scurt

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 2010Q1 2022Q1
Included observations: 35

Dependent variable: D(LN_IPC)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LN_AST)	2.140329	1	0.1435
D(LN_PIB)	1.704426	1	0.1917
D(LN_RB)	7.413729	1	0.0065
All	11.49080	3	0.0093

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Testele statistice asociate validării modelului VECM generat sunt semnificative și reprezentative, de natură să identifice confirmarea acestui fapt. În acest sens, trebuie menționată acceptarea ipotezelor nule, potrivit cărora nu există corelație în serie, și respectiv lipsa efectului ARCH, ceea ce este demonstrat și reflectat în Tabelul 3.16. Reziduurile sunt distribuite normal (valoarea $p = 0.9323$).

Tabelul 3.16. Statisticile de evaluare asociate validării modelului VECM

<i>Null hypothesis: No serial correlation at lag h</i>						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	13.26802	16	0.6531	0.822440	(16, 67.8)	0.6563
2	10.75803	16	0.8242	0.655472	(16, 67.8)	0.8261
<i>Heteroskedasticity Test: ARCH</i>						
F-statistic		0.128937	Prob. F(1,32)		0.7219	
Obs*R-squared		0.136446	Prob. Chi-Square(1)		0.7118	
<i>Normality test</i>						
Skewness		0.1499	Jarque-Berra		0.1402	
Kurtosis		2.9205	Probability		0.9323	

Sursa: elaborat de autor prin prelucrarea datelor în EViews

Validarea modelului simulat VECM a contribuit la identificarea relației cauzale pe termen scurt și pe termen lung dintre variabilele analizate – inflație, creșterea economică, rata de politică monetară pentru operațiunile pe termen scurt și variabila asociată așteptărilor inflaționiste perfect raționale cu condiționalitatea persistenței unei credibilități înalte.

Modelul VECM estimat și rezultatele obținute au confirmat ipoteza autorului tezei asociate oportunității persistenței așteptărilor inflaționiste mixte, atât celor de backward-looking, cât și celor de forward-looking în procesul de formare a prețurilor în Republica Moldova. Aceasta la rândul său implică consolidarea credibilității instituționale de natură să încurajeze formarea așteptărilor inflaționiste cu implicare comportamentală de forward-looking.

Totodată, rezultatele obținute subliniază și pun în evidență proactivitatea și optimalitatea canalului ratei dobânzii în promovarea politicii monetare din perspectiva atingerii țintei inflaționiste, ceea ce nemijlocit favorizează funcționalitatea eficientă și optimă a regimului de țintire a inflației în Republica Moldova. Simulările efectuate au contribuit și la identificarea impactului așteptărilor inflaționiste asupra evoluției prețurilor autohtone, având o relație de cauzalitate pozitivă și determinând astfel oportunitatea funcționalității eficiente și a canalului așteptărilor inflaționiste de natură să optimizeze politica monetară din perspectiva asigurării și menținerii stabilității prețurilor.

3.4. Concluzii la capitolul 3

În urma cercetărilor efectuate în cadrul capitolului 3, autorul tezei a conturat următoarele:

Cadrul instituțional asociat promovării politicii monetare în Republica Moldova este prielnic per general funcționării eficiente a regimului de țintire directă a inflației. Responsabilitatea BNM alături de independența, transparența și comunicarea politicii monetare au sporit odată cu stipularea obiectivului de asigurare și menținere a stabilității prețurilor în Legea cu privire la BNM în anul 2006 și, respectiv, odată cu implementarea regimului de țintire a inflației în 2010, conturând premise pentru formarea așteptărilor inflaționiste raționale.

Gradul de transparență a BNM este înalt, dar poate fi îmbunătățit, odată cu sporirea transparenței procedurale și operaționale. Independența sporită corespunde criteriilor internaționale de evaluare a acesteia, fiind confirmată printr-un grad în proximitatea valorii maxime. Cu toate acestea, de subliniat că deși chestionarul aferent monitorizării așteptărilor inflaționiste persistă pe pagina web oficială a instituției, BNM nu face publice rezultatele sondajelor aferent așteptărilor inflaționiste, fapt care nemijlocit a îngreunat analizele și estimările elaborate în capitolul respectiv.

Analizând procesul inflaționist în Republica Moldova prin prisma modelului econometric GARCH (1, 1) generat în două perioade, s-a constatat că acesta este unul volatil. În același timp, s-a confirmat vulnerabilitatea acestuia la șocurile parvenite din mediul extern. Studiul în acest sens a contribuit la definitivarea viziunii autorului privind persistența componentei de backward-looking a așteptărilor inflaționiste în procesul de formare a prețurilor de consum în Republica Moldova, dat fiind faptul că rezultatele empirice au confirmat ipoteza precum volatilitățile anterioare stau la baza dinamicii inflației curente și viitoare.

Rezultatele obținute din modelul VECM simulat și ajustat situației din Republica Moldova au confirmat relația de cauzalitate dintre inflație, rata de bază a BNM, creșterea economică și așteptările inflaționiste cu condiționalitatea unei credibilități înalte. Astfel, e necesar de asigurat credibilitatea publicului larg în autoritatea monetară, astfel încât grupurile-țintă să-și optimizeze comportamentul în funcție de comunicările, inclusiv prognozele furnizate de banca centrală, formând în acest fel așteptările inflaționiste.

Totodată, aici merită de remarcat că, credibilitatea autorității monetare este direct afectată de gradul de percepere și asimilare a informațiilor furnizate de banca centrală, fiind un indicator subiectiv care induce riscul compromiterii formării caracterului rațional al așteptărilor inflaționiste.

În același timp, modelul VECM estimat și rezultatele obținute au confirmat ipoteza autorului tezei asociate oportunității persistenței așteptărilor inflaționiste mixte, atât celor de backward-looking, cât și celor de forward-looking în procesul de formare a prețurilor în Republica Moldova. Aceasta la rândul său implică consolidarea credibilității instituționale de natură să încurajeze formarea așteptărilor inflaționiste cu implicare comportamentală de forward-looking.

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

În urma cercetărilor efectuate în cadrul tezei, au fost realizate obiectivele propuse care nemijlocit au contribuit la atingerea scopului fundamental.

Studiind cu precauție literatura în domeniu, s-a constatat că, în materie de specialitate lipsește o definiție clară și extinsă a politici monetare optime. În acest sens, rezultatul obținut, care contribuie la soluționarea acestei probleme științifice, rezidă în conceptualizarea unei definiții exhaustive și explicite a politicii monetare optime prin prisma factorilor, criteriilor și, respectiv, impactului asociat acesteia, luând ca reper cadrul conjunctural, instituțional și cel operațional. *Astfel, autorul definește politica monetară optimă drept totalitatea măsurilor întreprinse/deciziilor adoptate de autoritatea monetară în funcție de cadrul conjunctural, instituțional și operațional pe cele trei segmente (factori, impact, criterii) (Tabelul 1.1) în vederea eficientizării politicii monetare și asigurării realizării obiectivului de politică monetară pe termen mediu.*

Din perspectiva identificării determinanților, care stau la baza gestiunii așteptărilor inflaționiste, autorul găsește repercusiunea unui cadru instituțional bine definitivat de natură să asigure credibilitatea băncii centrale pe fondul independenței, transparenței și responsabilității băncii centrale, care constituie pilonii de bază ai mecanismului de gestiune a așteptărilor inflaționiste.

Cu referire la metodologia gestiunii așteptărilor inflaționiste din perspectiva experienței internaționale, s-a concluzionat că cele mai de succes bănci centrale, în materie de politică monetară, dispun de un cadru instituțional bine definit, bazat pe transparență, independență și responsabilitate instituțională, gradul acestora variind în funcție de regimurile de politică monetară asumate de autoritățile monetare în atingerea obiectivelor sale. Astfel, succesul regimului de țintire a inflației s-a dovedit a fi dependent de cadrul instituțional implementat și de capacitatea băncii centrale de a cuprinde un sector vast al grupurilor-țintă în procesul de comunicare a băncii.

Totalitatea instrumentelor de comunicare aplicabile pe arena internațională reprezintă un exemplu demn de urmat pentru țările cu regimul de țintire a inflației, având drept obiectiv de politică monetară – asigurarea și menținerea stabilității prețurilor, îndeosebi pentru acele țări care au implementat recent acest regim, aplicarea cărora ar contribui la remedierea și optimizarea politicii monetare pe seama gestiunii așteptărilor inflaționiste. Experiența internațională a demonstrat că nivelurile înalte ale inflației sunt asociate unor grade scăzute de transparență, independență și responsabilitate a autorităților monetare și viceversa.

În contextul obiectivului de identificare a relației cauzale dintre așteptările inflaționiste și inflație, aspectul practic confirmativ, în acest sens, s-a reflectat prin identificarea unei relații cauzale de tip Granger bidirecționale dintre așteptările inflaționiste și procesul inflaționist atât în Cehia, cât și în Polonia. Funcțiile de răspuns la impulsuri a modelului VAR generat asociat Poloniei reflectă deplasarea, în aceeași direcție, a variabilei inflației la generarea unui șoc din partea așteptărilor inflaționiste, astfel diminuarea așteptărilor inflaționiste va implica și atenuarea inflației și situație inversă, confirmând legătura puternică pozitivă dintre cele două variabile.

Estimarea gradului de independență și transparență, alături de studierea aspectelor de responsabilitate legală a BNM, a determinat autorul să concluzioneze că cadrul instituțional asociat promovării politicii monetare în Republica Moldova este prielnic, per general, funcționării eficiente a regimului de țintire directă a inflației. Independența BNM, transparența și comunicarea politicii monetare au sporit considerabil odată cu trecerea la regimul de țintire a inflației, contribuind astfel la procesul de formare a așteptărilor inflaționiste raționale. Gradul de transparență al BNM este înalt, dar poate fi îmbunătățit, odată cu sporirea transparenței procedurale și operaționale. Independența sporită corespunde criteriilor internaționale de evaluare a acesteia, fiind confirmată printr-un grad în proximitatea valorii maxime. Responsabilitatea băncii centrale este consistentă și stipulată în statutul legal al Băncii Naționale a Moldovei. Cu toate acestea, trebuie subliniat că, deși chestionarul aferent monitorizării așteptărilor inflaționiste persistă pe pagina web oficială a instituției, BNM nu face publice rezultatele sondajelor aferente așteptărilor inflaționiste, fapt care, nemijlocit, a îngreunat analizele și estimările elaborate.

Studiul empiric asociat estimării volatilității procesului inflaționist, utilizând modelul GARCH (1,1), a contribuit la definitivarea viziunii autorului privind oportunitatea persistenței componente de backward-looking a așteptărilor inflaționiste în procesul de formare a prețurilor de consum în Republica Moldova, dat fiind faptul că rezultatele empirice au confirmat ipoteza, potrivit căreia volatilitățile anterioare stau la baza dinamicii inflației curente și viitoare. În același timp, s-a confirmat empiric vulnerabilitatea acestuia la șocurile survenite din mediul extern.

Din perspectiva aspectului de noutate a tezei ce ține de evaluarea econometrică a modului în care așteptările inflaționiste sunt capabile să cauzeze evoluția procesului inflaționist în Republica Moldova, rezultatele obținute asociate modelului VECM, simulat și ajustat situației din Republica Moldova, au confirmat relația de cauzalitate dintre inflație, rata de bază a BNM, creșterea economică și așteptările inflaționiste cu condiționalitatea unei credibilități înalte și a unui grad sporit de receptivitate a publicului larg. Astfel, în acest context, devine imperativă consolidarea credibilității băncii centrale, astfel încât publicul larg să-și optimizeze comportamentul în funcție de impulsurile

comunicaționale ale acesteia, formând astfel așteptările inflaționiste raționale. Totodată, aici merită remarcat faptul că credibilitatea autorității monetare este direct afectată de gradul de percepere și asimilare a informațiilor furnizate de banca centrală, fiind un indicator subiectiv care induce riscul compromiterii formării caracterului rațional al așteptărilor inflaționiste.

În același timp, rezultatele obținute au confirmat ipoteza autorului tezei asociate oportunității persistenței așteptărilor inflaționiste mixte, atât celor de backward-looking, cât și celor de forward-looking în procesul de formare a prețurilor în Republica Moldova. Aceasta, la rândul său, implică consolidarea credibilității instituționale de natură să încurajeze formarea așteptărilor inflaționiste cu implicare comportamentală de forward-looking.

Totodată, rezultatele obținute subliniază și pun în evidență proactivitatea și optimalitatea canalului ratei dobânzii în promovarea politicii monetare din perspectiva atingerii țintei inflaționiste, ceea ce, nemijlocit, favorizează funcționalitatea eficientă și optimă a regimului de țintire a inflației în Republica Moldova. *Simulările efectuate au contribuit și la identificarea impactului așteptărilor inflaționiste asupra evoluției prețurilor autohtone, având o relație de cauzalitate pozitivă și determinând astfel oportunitatea funcționalității eficiente și a canalului așteptărilor inflaționiste de natură să optimizeze politica monetară din perspectiva asigurării și menținerii stabilității prețurilor. De aici și decurge importanța includerii așteptărilor inflaționiste în modele de analiză și prognoză aplicabile la evaluarea și stabilirea politicii monetare din perspectiva optimizării acesteia.*

Rezultatele obținute confirmă și demonstrează posibilitatea optimizării politicii monetare prin prisma gestiunii așteptărilor inflaționiste pe fondul exclusiv al maximizării și consolidării credibilității băncii centrale pe seama transparenței, comunicării, independenței și responsabilității băncii centrale.

În această ordine de idei, sunt formulate următoarele **recomandări** asociate gestiunii așteptărilor inflaționiste:

- 1) reducerea intervalului de timp în privința publicării *rezumatelor proceselor-verbale* aferente ședințelor Comitetului executiv (CE) al BNM cu privire la politica monetară, de la 6 (șase) luni la 8 (opt) zile (experiența Băncii Naționale a Cehiei), la 1 lună (experiența Băncii Naționale a Poloniei) sau la un termen de până la 14 zile (experiența Băncii Naționale a României);
- 2) includerea în cadrul rezumatelor ședințelor Comitetului executiv cu privire la promovarea politicii monetare a *opiniilor personalizate ale membrilor* exprimate pe parcursul ședințelor, precum și a *opțiunilor personale ale voturilor* membrilor, în cazurile în care nu persistă expresia „decizia adoptată în unanimitate de voturi”;

- 3) consolidarea responsabilității, de facto, în circumstanțele de deviere a inflației de la țintă prin publicarea imediată a explicațiilor evoluțiilor respective alături de un *plan de măsuri*, ce urmează a fi întreprinse în vederea readucerii inflației în țintă;
- 4) *inclusiunea statisticii asociate așteptărilor inflaționiste* cuantificate în urma efectuării sondajului în cadrul Rapoartelor asupra inflației și publicarea acestora pe pagina oficială web a Băncii Naționale a Moldovei;
- 5) publicarea unui *grafic al riscurilor pentru proiecția inflației* (experiența Băncii Naționale a Cehiei), care va reflecta evaluarea schematică a balanței riscurilor la adresa inflației, comparativ cu ultima prognoză a inflației. Pornind de la faptul că CE al BNM se întrunește de 8 (opt) ori pe an în cadrul ședințelor ordinare pe probleme de politică monetară, 4 (patru) ședințe sunt asociate Raportului asupra inflației și, respectiv, celelalte 4 (patru) ședințe ale CE se bazează pe evaluarea riscului de abatere a prognozei. În consecință, se recomandă publicarea a 4 (patru) grafice pe an;
- 6) publicarea *avizului băncii cu comentariile și sugestiile* la Legea bugetului pentru anul ce urmează, în vederea stabilirii concordanței dintre realizarea politicii monetare și celei bugetar-fiscale în condițiile existenței unei grad sporit de interdependență între aceste politici și, respectiv, depășirii eventualelor șocuri la adresa politicii monetare;
- 7) consolidarea, în continuare, a oportunităților de *susținere a educației financiare* prin lansarea de către BNM, a proiectelor educaționale și de formare, al cărui public-țintă să fie format nu doar din studenți ai facultăților cu profil economic din principalele centre universitare, cadre didactice și doctoranzi, dar diversificate în funcție de diferite grupuri-țintă;
- 8) *publicarea cercetărilor și studiilor analitice* aferente promovării politicii monetare, evoluției procesului inflaționist în corespundere cu măsurile de politică monetară adoptate, elucidarea aspectelor de prognozare a inflației cu specificarea variabilelor luate ca reper, evaluarea mecanismului de transmisie a deciziilor de politică monetară cu demonstrarea canalelor funcționale de transmisie etc;
- 9) *extinderea modelului propus* prin includerea și a altor variabile în studiile analitice de cauzalitate dintre variabilele macroeconomice și, respectiv, publicarea acestor simulări în vederea familiarizării publicului cu interdependența dintre indicatorii macroeconomici, contribuind astfel la sporirea gradului de înțelegere a acțiunilor de politică monetară adoptate de BNM. În acest sens, se va consolida procesul de formare a așteptărilor inflaționiste pe latura publicului larg, totodată, atenuând astfel din reacția publicului la o eventuală ajustare a conduitei politicii monetare;

- 10) pe fondul unui grad înalt de transparență și independență, asociat cadrului instituțional, prielnic formării și gestiunii așteptărilor inflaționiste raționale în Republica Moldova, *eforturile BNM ar fi binevenite în direcția consolidării continue a aspectului de claritate și lizibilitate al mesajelor* și transmiterea informațiilor în funcție de grupurile-țintă, mesajele fiind adaptate fiecărui grup-țintă, în funcție de gradul de receptivitate.
- 11) o altă latură interinstituțională, care ar contribui la consolidarea cadrului analitic și de prognoză al BNM, o constituie cooperarea cu Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova. Astfel, se recomandă inițierea unei discuții cu Biroul Național de Statistică în direcția convingerii necesității demarării unui proces de cuantificare a indicatorilor de încredere, precum face Oficiul Central de Statistică al Poloniei cu includerea trendului prețurilor în următoarele 12 luni, acesta fiind considerat de Banca Națională a Poloniei în calitate de așteptări inflaționiste ale consumatorilor.

Sugestii privind potențialele direcții viitoare de cercetare legate de tema abordată

Cercetările efectuate și rezultatele obținute în cadrul tezei respective au pus în evidență complexitatea și caracterul intradisciplinar al procesului de formare a așteptărilor inflaționiste. În acest sens, trebuie menționat că mecanismul de formare a așteptărilor inflaționiste presupune, per general, implicarea a doi participanți, pe de o parte, banca centrală responsabilă de gestiunea așteptărilor inflaționiste printr-un cadru solid de transparență, independență și responsabilitate pentru acțiunile asumate, fapt care a fost abordat în detaliere în cadrul prezentei cercetări și, pe de altă parte – publicul larg, care deține un rol determinat în cadrul acestui mecanism. În acest sens, factorul socio-uman marcat de particularitățile de vârstă, ocupație, nivelul studiilor și, în primul rând, gradul de educație financiară condiționează gradul de receptivitate și asimilare a informațiilor furnizate de banca centrală cu repercusiuni asupra formării așteptărilor inflaționiste. În acest context, se profilează oportunitatea efectuării studiilor, investigațiilor și, din perspectiva publicului larg, în vederea identificării feedback-ului la impulsurile comunicaționale generate de autoritatea monetară.

BIBLIOGRAFIE

I. Acte legislative și normative

1. Legea nr. 548 din 21.07.1995 cu privire la Banca Națională a Moldovei (cu modificările și completările ulterioare). Republicat în: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova* [citat 23.06.2022]. 297-300 din 30.10.2015, art.544. Disponibil: https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=128657&lang=ro#
2. Legea nr. 62-XVI din 21.03.2008 privind reglementarea valutară (cu modificările și completările ulterioare). Republicat în: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova* [citat 19.02.2020]. 423-429 din 09.12.2016, art.496. Disponibil: https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=121168&lang=ro
3. Regulamentul Băncii Naționale a Moldovei cu privire la funcționarea pieței monetare interbancare în moneda națională, aprobat prin HCA al BNM nr. 222 din 21.11.2013. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova* [citat 15.11.2020]. nr. 276-280 din 29.11.2013, art. 1754. Disponibil: <http://lex.justice.md/index.php?action=view&view=doc&lang=1&id=350502>
4. Regulament cu privire la operațiunile de piață monetară ale Băncii Naționale a Moldovei, aprobat prin HCA al BNM nr. 188 din 25.09.2014 (cu modificările și completările ulterioare). În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova* [citat 15.11.2020]. nr. 293-296 din 03.10.2014, art. 1386. Disponibil: <http://lex.justice.md/index.php?action=view&view=doc&lang=1&id=354915>
5. Regulamentul Băncii Naționale a Moldovei cu privire la facilitățile permanente de creditare acordate băncilor de către Banca Națională a Moldovei, aprobat prin HCE al BNM nr. 171 din 19.07.2018. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova* [citat 15.11.2020]. nr. 277-284 din 27.07.2018, art. 1172. Disponibil: https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=111567&lang=ro#
6. Regulamentul Băncii Naționale a Moldovei cu privire la regimul rezervelor obligatorii, aprobat prin HCE al BNM nr. 302 din 28.11.2019. În: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova* [citat 15.11.2020]. nr. 360-366 din 06.12.2019, art. 2048. Disponibil: https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=119241&lang=ro
7. Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pentru 2010-2012 (modificată prin Hotărârea Consiliului de administrație al Băncii Naționale a Moldovei nr.267 din 30.12.2010, în vigoare din 01.01.2011). [citat 23.06.2022]. Disponibil: <https://bnm.md/files/attachments/2010-2012.pdf>
8. Strategia politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pe termen mediu, aprobată prin Hotărârea Consiliului de administrație al Băncii Naționale a Moldovei nr.303 din 27.12.2012, în vigoare din 01.01.2013). [citat 23.06.2022]. Disponibil: <https://bnm.md/ro/content/strategia-politicii-monetare-bancii-nationale-moldovei-pe-termen-mediu>

II. Lucrări științifice

9. ABEL, M., BERNANKE, F. *Monetary policy and the Federal Reserve System*. Ed. Printless, New-York, 1995. 311p. ISBN 9780511492372
10. ALESINA, A. Macroeconomics and Politics, In: *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Vol.3, 1988. 51p. ISBN: 0-262-06119-8
11. ALESINA, A., SUMMERS, L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. In: *Journal of Money, Credit, Banking*. Vol. 25, Issue 2, 1993. pp. 151-62.
12. AMATO, J. D. *Empirical evidence on the monetary transmission mechanism*. Bank for International Settlements, 2000. 122p.
13. ATKESON, A., CHARI, V., KEHOE, P. *On the Optimal Choice of a Monetary Policy Instrument*. National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 13398, 2007. 34p.
14. BADE, R., PARKIN, M. *Central Bank Laws and Monetary Policy*. Department of Economics, University of Western Ontario, 1988. 37p. [citat 14.08.2020]. Disponibil: https://www.researchgate.net/publication/245629808_Central_Bank_Laws_and_Monetary_Policy
15. BALL, L. *Efficient Rules for Monetary Policy*. NBER Working Paper, Cambridge, Massachusetts, No. 5952, 1997. 64p.
16. BALL, L., CACCHETTI, S. G. Inflation and uncertainty at short and long horizons. In: *Brookings Papers on Economic Activity*. No. 21, 1990. pp. 215–54.
17. BARRO, R. Rational Expectations and the Role of Monetary Policy. In: *Journal of Monetary Economics*. No. 2, 1976. 32 p.
18. BARRO, R. *Inflation and Economic Growth*. Quarterly Bulletin of Bank of England. No. 2, 1995. 11p.
19. BARRO, R., GORDON, D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 91, No. 4, 1983. pp. 589–610.
20. BARRO, R., GORDON, D. *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. NBER working paper series, No.1079, 1983. 35p. [citat 18.09.2020] Disponibil: <https://www.sfu.ca/~kkasa/barro83.pdf>
21. BATCHELOR, R., ORR, A. Inflation Expectations Revisited. In: *Economica*, New Series. Vol.55, No. 219, 1987. pp.317-31.
22. BEAUFORT, W., HOOGDUIN, L. in *A framework for monetary stability de Beaufort Wijnholds*, J.A.H.; Eijffinger, S.C.W.; Hoogduin, L.H. 1994. 339p. [citat 12.07.2019] Disponibil: https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/1324049/27125_4702.pdf
23. BEARCE, D. *Monetary Divergence: Domestic Policy Autonomy in the Post-Bretton Woods Era*, University of Michigan Press, 1967.
24. BERNANKE, B. Inflation Targeting. Panel Discussion. In: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86(4), 2004. pp.165-168.
25. BERNANKE, B. *Inflation expectations and inflation forecasting*. Speech at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute, Cambridge, Massachusetts, 2007. [citat 14.03.2020] Disponibil:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070710a.htm>

26. BERNANKE, B. *A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability*. Speech at the "The First 100 Years of the Federal Reserve: The Policy Record, Lessons Learned, and Prospects for the Future," a conference sponsored by the National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2013. [citat 14.03.2020]. Disponibil: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130710a.htm>
27. BERNANKE, B., LAUBACH, T., MISHKIN, F., POSEN, A. *Inflation targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press, 1-3, 1999.
28. BERNANKE, B., MISHKIN, F.S. *Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from 6 Industrialized Countries*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 4082, 1992. 77p.
29. BERNANKE, B., MISHKIN, F.S. *Inflation targeting: a new framework for monetary policy*. Washington: NBER Working Paper, 1997. No. 5893. 46p.
30. BLINDER, A. *Central Banking in Theory and Practice*". The MIT Press Cambridge, Massachusetts Institute of Technology, England, 1998. 37 p.
31. BLINDER, A. Central bank credibility: Why do we care? How do we build it. In: *American Economic Review*. Vol. 90, 2000. pp. 1421–31.
32. BLINDER, A. Through a crystal ball darkly: The future of monetary policy communication. In: *American Economic Association Papers and Proceedings*. Vol. 108, 2018. pp. 567-71.
33. BLINDER, A., EHRMANN, M., FRATZSCHER, M., HAAN, J., JANSEN, D. *Central Bank Communication and Monetary Policy. A Survey of Theory and Evidence*. ECB Working Paper Series, No.898, 2008, 57p.
34. BLINDER, A., GOODHART, C., HILDEBRAND, P., LIPTON, D., WYPLOSZ, C. How do central banks talk?. In: *Geneva Reports on the World Economy*. No. 3, 2001. pp.8-50.
35. BOLLERSLEV, T. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. In: *Journal of Econometrics*. 31 (3), 1986. pp. 307-27.
36. BOMFIM, A., RUDEBUSCH, G. Opportunistic and deliberate disinflation under imperfect credibility. In: *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 32, no. 4, 2000. pp. 707-21. [03.05.2021] Disponibil: http://glennrudebusch.com/wp-content/uploads/2000_JMCB_Bonfim-Rudebusch_Opportunistic-and-Deliberate-Disinflation-Under-Imperfect-Credibility.pdf
37. BRANKE, J., DEB, K. *Integrating User Preferences into Evolutionary Multi-Objective Optimization*. KanGAL Report no. 2004004, 2004. 17p.
38. BRIAULT, C., HALDANE, A., KING, M. *Independence and accountability*. IMES Discussion Paper, 96-E-17, 1996, 40p.
39. BRUNNER, K. *The Art of Central Banking*. Center for Research in Government Policy and Business, University of Rochester, Working Paper 81-6, 1981.
40. BUBULA, A., OTKER-ROBE, I. The evolution of exchange rate regimes since 1990> evidence from de facto policies. IMF Working paper 02/155, 2002. 45p.
41. BURDA, M., WYPLOSZ, C. *Macroeconomics*. Oxford: University press, 1998. pp. 182-220

42. CALVO, G. On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy. In: *Econometrica*, 46, 1978. pp. 1411-28.
43. CALVO, G. Staggered Prices in a Utility – Maximizing Framework. In: *Journal of Monetary Economics*, 12, 1983. pp. 383-98.
44. CARARE, A., STONE, M. *Inflation Targeting Regimes*. IMF Working Paper, 03/9, 2003, 37p.
45. CARLSON, J., PARKIN, M. (1975) in BATCHELOR, R., ORR, A. Inflation Expectations Revisited, In: *Economica*, New Series, Vol. 55, No.219, 1987. pp.317-31.
46. CARNEY, M. Speech: Launch Conference for the Bank of England’s One Bank Research Agenda, 2015. [citat 14.03.2020]. Disponibil: <https://www.bis.org/review/r150227a.pdf>
47. CASIAN., A., MADAN, D. Perioada postpandemică: politica bugetar-fiscală abordare pro sau contraciclică. În: *Materialele Conferinței "30 years of economic reforms in Republic of Moldova: economic progress via innovation and competitiveness"*, Chișinău, Moldova, vol.3. 2022. pp. 285-96.
48. CERNA, S. *Anticipațiile raționale și eficiența politicii monetare. Unele dezvoltări teoretice recente*, 2004. [citat 04.03.2019]. Disponibil: <http://www.ipe.ro/RePEc/WorkingPapers/cs6-2005-1.pdf>, 15p.
49. CERNA, S. Politica monetară neconvențională. În: *Economica*. Nr.1, 2014. 17 p. [citat 04.03.2019] Disponibil: https://www.researchgate.net/publication/269985547_POLITICA_MONETARA_NECONVENTIONALA
50. CHRISTELIS, D., GEORGARAKOS, D., JAPPELLI, T., ROOIJ, M. *Trust in the central bank and inflation expectations*. De Nederlandsche Bank NV: Working Paper, No. 537, 2016. 43 p.
51. CLARIDA, R., GALI, J., GERTLER, M. Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. In: *The Quarterly Journal of Economics*. Vol.115, 1, 2000. pp. 147-80.
52. CLINTON, K., FREEDMAN, C., JUILLARD, M., KAMENIK, O., LAXTON, D., WANG, H. *Inflation-Forecast Targeting: Applying the Principle of Transparency*. IMF Working Papers, 2015.
53. COCIUG, V., HINEV, O. Central Bank Communication – a Challenge for the Direct Inflation Targeting Regime (Case study on Republic of Moldova). În: *Journal of Financial and Monetary Economics*. Annual Review, București, 2016, pp. 67-71. ISSN 2537 – 3269.
54. COCIUG, V., HINEV, O. Dimensiuni de evaluare a politicii monetare prin prisma pilonilor fundamentali ai regimului de țintire a inflației. În: *Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii conf. șt. intern*. Culegere de articole. Chișinău: ASEM, 2018, vol. 3, 2017, pp. 223-27. ISBN 978-9975-75-897-0.
55. COCIUG, V., HINEV, O. The Role of the Inflation Expectations in the Monetary Policy Promoting. In: *Journal of Financial and Monetary Economics, Centre of Financial and Monetary Research „Victor Slavescu”*. Vol. 4(1), 2017. pp. 108-12.
56. COCIUG, V., HINEV, O. Rolul Anticipărilor Inflaționiste în Formarea Opțiunilor de Politică Monetară. În: *Materialele conferinței științifice internaționale: Asigurarea Viabilității Economic-Manageriale pentru Dezvoltarea Durabilă a Economiei Regionale în Condițiile Integrării în UE*, Universitatea de Stat „Alecu Russo” din Bălți, Bălți, 2017, pp. 270-73.

57. COCIUG, V., HINEV, O. Criterii de Optimalitate a Politicii Monetare din Perspectiva Gestiunii Inflației. În: *Materialele conferinței științifice internaționale: Economic growth in conditions of globalization: competitiveness, innovation, sustainability: international conference on theoretical and applied economic practices*, 13-th edition, Chisinau, vol. 2, 2018. pp.158-62.
58. COCIUG, V., HINEV, O. Optimal Monetary Policy: Theoretical and Practical Aspects. In: *Contemporary Economy Journal*, Constantin Brancoveanu University, vol. 4(1), 2019. pp. 55-65.
59. CORNAND, C., HUBERT, P. *Information frictions in inflation expectations among five types of economic agents*, GATE Lyon Saint-Etienne, WP. 2021. [citat 05.02.2022] Disponibil: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-03468918/document>
60. CROWDER, W., HOFFMAN, D. The Long Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: The Fisher Equation Revisited. In: *Journal of money, credit and banking*, Vol.28, No.1, 1996, pp. 102-18.
61. CROWE, C., MEADE, E. Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. In: *European Journal of Political Economy*, 24 (4), 2008. pp.763-77.
62. CUHAL, R. Limitele și potențialul promovării politicii monetare și valutare a Băncii Naționale a Moldovei. În: *Economica*. 2002, nr. 3-4, pp.79-83.
63. CUHAL, R., CUHAL, V. *Obiectivele politicii monetare ale Băncilor Centrale*. În: *Meridian Ingineresc*, nr. 2, 2004. pp. 66-71.
64. CUKIERMAN, A. *Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments*. Federal Reserve Bank of St. Louis, 1986, 13p.
65. CUKIERMAN, A. Central Bank Independence, Political Influence and Macroeconomic Performance: a Survey of Recent Developments. In: *Cuadernos de Economia*, 91, 1993. pp. 271-91.
66. CUKIERMAN, A. Accountability, Credibility, Transparency, and Stabilization Policy in the Eurosystem. In: *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, edited by C. Wyplosz, Oxford University Press, 2001. pp. 40-75.
67. CUKIERMAN, A. Central Bank Independence and Policy Results: Theory and Evidence. *International Conference on: "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank"*, Mexico City, 2006.
68. CUKIERMAN, A., MELTZER, A. A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information. In: *Econometrica*, Vol.54 (5), 1986. pp. 1099-128.
69. CUKIERMAN, A., WEBB, S. B., NEYAPTI, B. Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes. In: *The World Bank Economic Review* 6, No. 3, 1992. pp.353-98.
70. DEBELLE, G., FISCHER, S. *How Independent Should a Central Bank Be?*. J.C. Fuhrer (ed.), Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers. Federal Reserve Bank of Boston, 1994. pp.195-221.
71. DEMERTZIS, M., HUGHES HALLETT, A. Central Bank Transparency in Theory and Practice. In: *Journal of Macroeconomics*. No. 29, 2007. pp. 760–89.

72. DICKEY, D., FULLER, W. Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. In: *Journal of the American Statistical Association*. Vol. 74, 366, 1979. pp. 427-31.
73. DINCER, N., EICHENGREEN, B. *Central Bank Transparency: Where, Why, and With What Effects?*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 13003, 2007. 53 p.
74. DINCER, N., EICHENGREEN, B. *Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 14791, 2009. 64 p.
75. DINCER, N., EICHENGREEN, B. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. In: *International Journal of Central Banking*. Vol. 10 (1), 2014. pp. 189-253.
76. DINCER, N., EICHENGREEN, B., GERAATS, P. *Transparency of Monetary Policy in the Post-Crisis World*. 2016. [citat 25.01.2020]. Disponibil: <https://www.nbp.pl/badania/seminaria/16ix2016.pdf>
77. DINCER, N., EICHENGREEN, B., GERAATS, P. Trends in Monetary Policy Transparency: Further Updates. In: *International Journal of Central Banking*, Vol. 18 (1), 2022. pp. 331 – 48.
78. DRIVER, R., WINDRAM, R. Public attitudes to inflation and interest rates. In: *Bank of England Quarterly Bulletin*. Q2, 2007. pp. 208-23.
79. EGGERTSSON, G., WOODFORD, M. *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*. 2003. 77p. [citat 12.03.2020]. Disponibil: <http://www.columbia.edu/~mw2230/BPEA.pdf>
80. EIJJFINGER, S., GERAATS, P. How Transparent Are Central Bank?. In: *European Journal of Political Economy*. Vol. 22, 2006. pp. 1-21.
81. EIJJFINGER, S., SCHALING, E. Central Bank Independence: Theory and Evidence. Center for Economic Research, No. 9325, 1993, 42p. ISSN 0924-7815.
82. ENGERT, W., HENDRY, S. *Forecasting inflation whith the MI-VECM: Part two*. Working Paper 98-6, 1998. 35 p.
83. ENGLE, R. F. Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance United Kingdom Inflation. In: *Econometrica*. Vol. 50 (4), 1982. pp. 987-1008.
84. FAUST, J., SVENSSON, L. The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy. In: *Journal of Money, Credit, and Banking*. No. 34(2), 2002. pp. 520-39.
85. FISCHER, S. Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule. In: *Journal of Political Economy*. No. 85, 1977. pp. 191-205.
86. FISCHER, S. Towards an understanding of the costs of inflation: II. In: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* No. 15, 1981. pp. 5–41.
87. FISCHER, S., SAHAY, R. *The Transition economies after ten years*. National Bureau of Economic Research Working Paper 7664, 2000. 45p.
88. FISHER, P., MAHADEVA, L., WHYTLEY, J. *The output gap and inflation - experience at the Bank of England*. 2014. 25p. [citat 21.03.2021]. Disponibil: <https://www.bis.org/publ/confp04c.pdf>

89. FLEMING, J. M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. In: *Staff Papers, International Monetary Fund*. Vol. 9/3, 1962. pp. 369–80.
90. FORSELLS, M., KENNY, G. *The rationality of consumer inflation expectations: survey-based evidence for the euro area*. ECB Working Paper, No. 163, 2002. 40 p.
91. FRANKEL, J. *No Single Currency Regime is Right for All Countries at All Times*. Bruxelles: NBER Working Paper, nr. 7338, 1999. 75p.
92. FRIEDMAN, M., MEISELMAN, D. *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier*. Working Paper, Alfred P. Sloan School of Massachusetts Institute of Technology, 1963. 128 p.
93. FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. In: *American Economic Review*. Vol. 58, No. 1., 1968. pp. 1-17.
94. FRIEDMAN, M. *The Optimum Quantity of Money and other Essays*. Ed. Macmillan and co ltd., 1969. 305p. LCCCN 68-8148.
95. FRIEDMAN, M. Nobel lecture: Inflation and unemployment. In: *Journal of Political Economy*. No. 85, 1977. pp. 451–72.
96. FULLWOOD, J. *A Cat, a Hat and a Simple Measure of Gobbledygook: How Readable is Your Writing?* UK Bank Underground, 2016. [citat 18.05.2020]. Disponibil: <https://bankunderground.co.uk/2016/10/04/a-cat-a-hat-and-a-simple-measure-of-gobbledygook-how-readable-is-your-writing/>
97. GALI, J., GERTLER, M. Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis. In: *Journal of Monetary Economics*. No. 44 (2), 1999. pp. 195-222.
98. GALI, J., GERTLER, M., LOPEZ-SALIDO, D. Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve. In: *Journal of Monetary Economics*. No. 52. 2005. pp. 1107-18.
99. GERAATS, P. Central Bank Transparency. In: *Economic Journal*. 112 (483), 2002. pp. 532-65.
100. GERAATS, P. Trends in Monetary Policy Transparency. In: *International Finance*. Vol.12(2), 2009. pp. 235-68.
101. GIANNONI, M., WOODFORD, M. *Optimal Interest-Rate Rules: I General Theory*. NBER WP, 9419, 2002. pp.71.
102. GLASTRA, R. European Monetary Union and Central Bank Independence in: HAAN, J., AMTENBRINK, F., EIJJFINGER, C. *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*. UK Research Papers in Economics, 1998. 27p.
103. GOODFRIEND, M. Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. In: *Journal of Monetary Economics*. Vol. 17 (1), 1986. pp.63-92.
104. GOODHART, C., VINALS, J. *Strategy an tactics of monetary policy: examples from Europe and the Antipodes*. Conference Series, vol. 38, 1994. pp.139-94. [citat 12.05.2020]. Disponibil: https://econpapers.repec.org/article/fipfedbcp/y_3a1994_3ap_3a139-194_3an_3a38.htm
105. GRANGER, C. Investigating causal relations by econometric models and cross spectral methods. In: *Econometrica*. Vol. 37, 1969. pp. 424-38.

106. GRIER, K. B., PERRY, M. J. On inflation and inflation uncertainty in the G7 countries. In: *Journal of International Money and Finance*. 17, 1998. pp. 671–89.
107. GRILLI, V., MASCIANDARO, D., TABELLINI, G. Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries. In: *Economic Policy*. 13, 1991. 341-92 p.
108. HAHN, V. *Transparency in Monetary Policy: A Survey*. Zeitschrift für empirische Wirtschaftsforschung, 48 (3), 2002. pp. 429-55. ISSN 0018-9731.
109. HALDANE, A. *A little more conversations, A little less actio*. Speech given at the Federal Reserve Bank of San Francisco Macroeconomics and Monetary Policy Conference, 2017. [citat 12.05.2020]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/a-little-more-conversation-a-little-less-action>
110. HALDANE, A., McMAHON, M., *Central Bank Communication and the general public*. Papers and Proceedings, 2018. 6p. [citat 12.05.2020]. Disponibil: http://mcmahonecon.com/wp-content/uploads/2018/01/HaldaneMcMahon_FinalManuscript-1.pdf
111. HALDANE, A., MACAULAY, A., McMAHON, M. *The 3 E's of central bank communication with the public*. Bank of England, Staff Working Paper, No. 847, 2020. 57p.
112. HAYO, B., MAZHAR, U. Monetary Policy Committee Transparency: Measurement, Determinants, and Economic Effects. In: *Open Economies Review*. Vol.25(4), 2014. pp. 739-70.
113. HAYO, B., NEUENKIRCH, M. Central bank communication in the financial crisis: Evidence from a survey of financial market participants. In: *Journal of International Money and Finance*. No. 59, 2015. pp.166-181.
114. **HINEV, O.** The Need of Inflation Expectations Anchoring from the Perspective of Monetary Policy Efficiency. În: *Culegere de articole selective ale Simpozionului Științific Internațional al Tinerilor Cercetători*. Ediția XV-a, 28-29 aprilie, ASEM, Chișinău, 2017, pp. 10-14. ISBN 978-9975-75-877-2.
115. **HINEV, O.** *Determinarea impactului așteptărilor inflaționiste asupra evoluției inflației prin utilizarea modelului econometric VAR*. In: Sustainable economic and social development of euroregions and cross-border areas, Vol. 33, Ed. PERFORMANTICA, Iași, Vol. 23, 2018, pp. 304-12, ISBN: 978-606-685-616-4.
116. **HINEV, O.** Optimization of monetary policy through the inflation expectations management. În: *Culegere de articole selective ale Simpozionului Științific Internațional al Tinerilor Cercetători*. Ediția XVI, Chișinău, 2018, pp. 212-21. ISBN 978-9975-75-926-7.
117. **HINEV, O.** The Econometric Study of Inflation Volatility from the Perspective of Monetary Policy Optimisation. In: *Economica*. No.3(109), 2019, pp.106-116. ISSN 1810-9136.
118. **HINEV, O.** The opportunity of monetary policy instrument application in order to control the inflation process. În: *Culegere de articole selective ale Simpozionului Științific Internațional al Tinerilor Cercetători*. Ediția a XVII-a, Chișinău, Republica Moldova, 2019. pp. 173-79.
119. **HINEV, O.** *The Role of Inflation Expectation in the Inflationary Process in the Republic of Moldova*. In: Sustainable economic and social development of euroregions and

- cross-border areas, Vol. 37, Ed. PERFORMANTICA, Iași, România, 2020. pp. 255-63. ISBN 978-606-685-742-0.
120. **HINEV, O., COCIUG, V.** Econometric Assesment of the Effectiveness of Monetary Policy Rate on Price Stability. In: *Proceedings of the International Scientific Conference "Development through Research and Innovation - 2020"*. Ist Edition, Chisinau, Republic of Moldova, 2021, pp. 55-62. e-ISBN 978-9975-155-03-8.
 121. **HOFFMAN, D., RASCHE, R.** Assessing forecast performance in a cointegrated system. In: *Journal of applied econometrics*. Vol.11, 1996. pp.495-517.
 122. **HOLLAND, A.S.** Uncertain effects of money and the Link between the Inflation Rate and Inflation Uncertainty. In: *Economic Inquiry*. No.31, 1993. pp. 39–51.
 123. **HOLLAND, A.S.** Inflation and uncertainty: Tests for temporal ordering. In: *Journal of Money, Credit and Banking*. No. 27, 1995. pp. 827–37.
 124. **HOLMES, D.** *Economy of words. Communicative Imperatives in Central Banks*. The University of Chicago Press. 2013. ISBN 9780226087764.
 125. **ISĂRESCU, M.** *Reflecții economice – Piețe, bani, bănci*. București: Editura Academiei Române, 2006. 238p. ISBN 973-618-106-5.
 126. **ISĂRESCU, M.** *Probleme ale Politicii Monetare într-o Țară Emergentă. Cazul României*. Publicațiile Academiei Regale de Științe Economice și Financiare, Barcelona, 2008. 55p.
 127. **ISĂRESCU, M.** *Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare*. București: Editura Academiei Române, 2009. 518p.
 128. **ISSING, O.** The Eurosystem: Transparent and Accountable or Willem in Euroland. In: *Journal of Common Market Studies*. Vol. 37 (3), 1999. pp. 503-519.
 129. **ISSING, O.** *Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87 (2, Part 1), 2005. pp. 65-83.
 130. **JOHANSEN, S.** Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. In: *Econometrica*. 59(6), 1991. pp. 1551-80. [citat 12.05.2020]. Disponibil: https://www.jstor.org/stable/2938278?read-now=1&seq=5#page_scan_tab_contents
 131. **JOHANSEN, S., JUSELIUS, K.** Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money. In: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 1990. pp. 169-210. [citat 12.05.2020]. Disponibil: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1468-0084.1990.mp52002003.x>
 132. **JONAS, J., MISHKIN, F.** *Inflation targeting in transition countries: experience and prospects*. Washington: NBER Working Paper. 2003, No. 9667. 76p.
 133. **KELLY, R.** *The Causal Relationship between Inflation and Inflation Expectations in the United Kingdom*. In: External MPC Unit for the Bank of England, Discussion Paper, No.24, 2008. pp. 16.
 134. **KEYNES, J. M.** *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobânzii și a banilor*. București: Editura Publica, 2009. ISBN 978-0-230-00476-4.

135. KHAN, A., KING, R., WOLMAN, A. Optimal Monetary Policy. In: *Review of Economic Studies*. 70, 2003. pp. 825-860.
136. KING, M. *Monetary Policy: Practice Ahead of Theory*. Bank of England: speech at the Mais Lecture, Cass Business School, London, 2005. 27p. [citat 23.09.2018]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2005/monetary-policy-practice-ahead-of-theory.pdf?la=en&hash=6510DD02A81369A89F1C4D7576F635CDCFC28DBD>
137. KLIENSEN, K. L. *How Accurate Are Measures of Long-Term Inflation Expectations?*. Economic Synopses, 15/09, 2015. 3p. [citat 21.08.2020]. Disponibil: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/es/15/ES_9_2015-05-06.pdf
138. KUTTNER, K., MOSSER, P. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. In: *Economic Policy Review*. No. 5, 2002. pp.15-23.
139. KYDLAND, F., PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. In: *Journal of Political Economy*. No. 87, 1977. pp. 473-492.
140. LEVIN, A. *The Design and Communication of Systematic Monetary Policy Strategies*. Hoover Institution conference on "Frameworks for Central Banking in the Next Century", Stanford University, 2014, 38 p.
141. LEVIN, A., NATALUCCI, F., PIGER, J. *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*. ECB Working Paper, No 383, 2004. [citat 14.09.2019]. Disponibil: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp383.pdf?084033a018c4dfc3250d75e65fb02f75>
142. LOLEYT, A., GUROV, I. The process of formation inflation expectations in an information economy. In: *IFC Buletin*. No.34, 2010. pp. 104-27.
143. LUCAS, R. Expectations and the neutrality of money. In: *Journal of Economic Theory*. Vol.4,2, 1972. pp.103-124.
144. LUCAS, R. Some international evidence on output-inflation tradeoffs. In: *American Economic Review*. Vol.63,3, 1973. pp. 326-34.
145. LUCAS, R. Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: *Carnegie-Rochester Series*. Vol. 1 (1), 1976. pp. 19-46.
146. LUCAS, R., STOKEY, N. Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital. In: *Journal of Monetary Economics*. Vol.12 (1), 1983. pp. 55-93.
147. LUNIESKI, C. Commodity Price Volatility and Monetary Policy Uncertainty: A GARCH Estimation. In: *Issues in Political Economy*. Vol. 19, American University, 2009. pp. 108-124.
148. MANKIW, N.G., REIS, R. Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve. In: *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117 (4), 2002. pp. 1295-1328.
149. MISHKIN, F. *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. NBER Working Paper Series, w5464, 1996. 29p. [citat 12.06.2020]. Disponibil: <http://www.nber.org/papers/w5464.pdf>.
150. MISHKIN, F. *International experiences with different monetary policy regimes*. Washington: NBER Working Paper, No. 69, 1999. 48p. [citat 25.03.2020]. Disponibil: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6965/w6965.pdf

151. MISHKIN, F. *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*. Washington: NBER Working Paper, 2000. 89p.
152. MISHKIN, F. *Inflation Dynamics*. NBER Working paper series. Working Paper No. 13147, 2007. 26 p.
153. MISHKIN, F. *Monetary Policy Strategy*. MIT Press, Cambridge Massachusetts London, England, 2007. ISBN 978-0-262-13482-8.
154. MISHKIN, F. *Financial Instability and the Federal Reserve as a Liquidity Provider*. speech delivered at the Museum of American Finance Commemoration of the Panic of 1907, New York. In: BIS Review 123, 2007.
155. MISHKIN, F. *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crises*. NBER Working paper series. Working Paper 16755, 2011.
156. MUNDELL, R.A. A Theory of Optimum Currency Areas. In: *American Economic Review*. No. 51, 1961. pp. 657-65.
157. MUNDELL, R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. In: *Canadian Journal of Economics*. No. 29, 1963. pp. 475-85.
158. MUTH, J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. In: *Econometrica*. Vol. 29, No.3, 1961, pp. 315-35.
159. NOLAN, C., SCHALING, E. *Monetary Policy Uncertainty and Central Bank Accountability*. Bank of England, 1996. ISSN 0142-6753. [citat 17.08.2021]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/1996/monetary-policy-uncertainty-and-the-central-bank-accountability.pdf>
160. NORMAN, M. in POWELL, L. *America's Central Bank: The History and Structure of the Federal Reserve*. Speech at the West Virginia University College of Business and Economics Distinguished Speaker Series, 2017. [citat 12.05.2020] Disponibil: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20170328a.pdf>
161. OBSTFELD, M. *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*. IMF Staf Papers, Special Issue, Vol.47, 2001.
162. OBSTFELD, M., TAYLOR, A. *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run*. Working paper 5960, NBER, Cambridge, MA 02138, 1997. 67 p.
163. PECICAN, E. *Macroeconometrie. Politici Economice, Guvernamentale și Econometrie*. Editura Economică, 1996. ISBN 973-9198-30-9.
164. PHELPS, E. Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium. In: *Journal of Political Economy*. 76 (2), 1968. pp. 678-711.
165. POSEN, A. *Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link?*. Staff Reports, Federal Reserve Bank of New York, 1995.
166. REY, H. *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy*. London Business School, CEPR and NBER, 2013. 41p.
167. ROBERTS, J. M. New Keynesian Economics and the Phillips Curve. In: *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 27 (4), 1995. pp. 975–84.

168. ROBERTS, J. M. *How Well Does the New Keynesian Sticky-Price Model Fit the Data?*. Contributions to Macroeconomics 5 (1), 2005. pp.1206–42.
169. ROTEMBERG, J., WOODFORD, M. *An optimization-Based Econometric Framework for the Evolution of Monetary Policy*. NBER Macroeconomics Annual, vol.12, 1997. 66p. ISBN: 0-262-02435-7
170. ROTHER, P.C. *Fiscal Policy and Inflation Volatility*. ECB Working Paper Series No. 317 / 2004. [citat 21.12.2020]. Disponibil: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp317.pdf>
171. SARGENT, T., WALLACE, N. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. In: *Journal of Political Economy*. Vol.83, No. 2, 1975. pp. 241-54.
172. SECRIERU, A. Stabilitatea financiară și creșterea economică: abordări și contradicții conceptuale. În: *Analele științifice ale Academiei de Studii Economice din Moldova*. Nr. 8. 2010, pp. 35-40. ISSN 1857-1433.
173. SIMON, H. Models of man: social and rational; mathematical essays on rational human behavior in a social setting (1957). In: BARROS, G. *Herbert A. Simon and the concept of rationality: boundaries and procedures*. In: *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 30, No.3 (119), 2010. pp. 455-72.
174. STOCK, J. H., WATSON, M. W. *Introduction to Econometrics*. 3rd ed. Harlow: Pearson Educated Limited. 2015. [citat 21.05.2022]. Disponibil: <https://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/stock-watson-econometrics-3e-lowres.pdf>
175. SVENSSON, L. *The Simplest Test of Inflation Target Credibility*. NBER Working Papers 4604, 1993. 16 p.
176. SVENSSON, L. Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. In: *Journal of Monetary Economics*. 43, 1999. pp. 607-54.
177. SVENSSON, L. *Inflation Targeting: Should It Be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule?*, Princeton University, 2001.
178. SVENSSON, L. Social Value of Public Information: Comment: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro-Transparency, Not Con. In: *American Economic Review*. Vol. 96 (1), 2006. pp.448-52.
179. SVENSSON, L. *Modern Monetary Policy Regimes: Mandate, Independence, and Accountability*. Presentation at the ECPRD Seminar, Stockholm. 2007. [citat 14.07.2020]. Disponibil: <https://larseosvensson.se/files/papers/Riksdag%20ECPRD%20070608.pdf>
180. SVENSSON, L. *What have economists learned about monetary policy over the past 50 years?*. Speech at the conference Monetary Policy over Fifty Years, Bundesbank, Frankfurt am Main, 2008.
181. SWANK, J., LIDWIN van V. *Instruments, procedures and strategies of monetary policy: an assessment of possible relationships for 21 OECD countries*. Meeting of BIS Central Bank Economists, 1996. 12p.
182. TAYLOR, B.J. Discretion versus Policy Rules in Practice. In: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. No. 39, 1993. pp. 194-214.

183. TAYLOR, B.J. The Monetary Transmission Mechanism: an Empirical Framework. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol.9, 4, 1995. pp. 11-26.
184. TAYLOR, B.J. *Design and Implementation of Monetary Policy Frameworks in ASEAN Countries*. High-level peer-to-peer forum organized by IMF's Institute of Capacity Development and Asia-Pacific Department, 2018. 26p.
185. TRICHET, J.-C. *The ECB's enhanced credit support*. European Central Bank: speech, 2009, [citat 21.08.2020]. Disponibil: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>.
186. WOODFORD, M. *Monetary Policy in the Information Economy*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 8674, 2001. 70 p.
187. WOODFORD, M. The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy. In: *American Economic Review*. Vol. 91, No. 2, 2001. pp. 232-37.
188. WOODFORD, M. *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*. Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank, 2003. 54 p.
189. НОГИН, В. *Принятие решений в многокритериальной среде: количественный подход*. ФИЗМАТЛИТ, 2002. 34 с.
190. ПОСИЦЕЛЬСКАЯ, Л. *Равновесие и Парето-оптимальность в шумной дуэли дискретного типа с ненулевой суммой*, *Фундамент. и прикл. матем.*, 8:4, 2002. сс. 1111-28.

III. Rapoarte, publicații de pe paginile web oficiale ale instituțiilor internaționale și autohtone

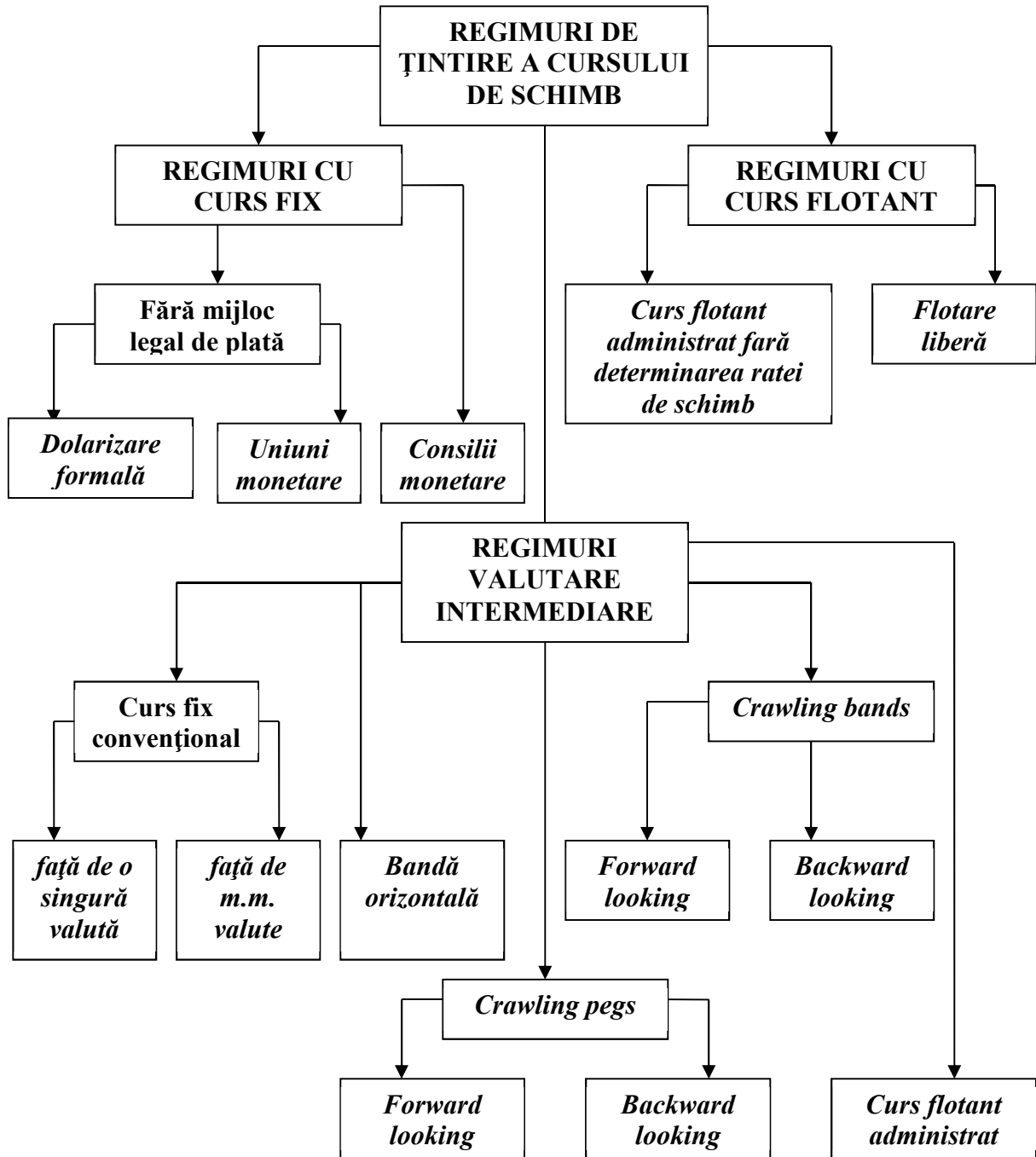
191. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. International Monetary Fund, 2021, 4021p. [citat 08.09.2021]. Disponibil: https://www.elibrary-areaer.imf.org/Documents/YearlyReport/AREAER_2020.pdf
192. *Banca Națională a Moldovei: Rapoartele Anuale ale Băncii Naționale a Moldovei*. [citat 28.10.2021]. Disponibil: [https://bnm.md/ro/search?partitions\[0\]=674&post_types\[674\]\[0\]=846](https://bnm.md/ro/search?partitions[0]=674&post_types[674][0]=846)
193. *Banca Națională a Moldovei: Rapoartele asupra inflației ale Băncii Naționale a Moldovei pentru perioada 2011-2022* [citat 14.07.2022]. Disponibil: [https://bnm.md/ro/search?partitions\[0\]=674&post_types\[674\]\[0\]=840](https://bnm.md/ro/search?partitions[0]=674&post_types[674][0]=840)
194. *Banca Națională a Moldovei: Rapoartele de Politică Monetară ale Băncii Naționale a Moldovei* publicate în anul 2010. [citat 25.04.2020]. Disponibil: <https://bnm.md/ro/content/raport-de-politica-monetara-nr-4-noiembrie-2010>
195. *Banca Națională a Moldovei: Baza de date interactivă*. ©2022 [citat 25.06.2022]. Disponibil: <https://bnm.md/bdi/pages/reports/dPMC/DPMC2.xhtml>
196. *Banca Națională a României: Țintele de inflație*. ©2020 [citat 12.04.2020]. Disponibil: <https://bnr.ro/Tintele-de-inflatie-3325.aspx>
197. *Banca Națională a României: Caracteristicile strategiei de țintire directă a inflației*. ©2020 [citat 12.04.2020]. Disponibil: <https://bnr.ro/Caracteristicile-strategiei-de-tintire-directa-a-inflatiei---3324.aspx>
198. *Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova: Banca de date statistice Moldova*, ©2022 [citat 15.06.2022]. Disponibil:

<https://statbank.statistica.md/pxweb/pxweb/ro/40%20Statistica%20economica/?rxid=b2ff27d7-0b96-43c9-934b-42e1a2a9a774>

199. *Czech Statistical Office: web site.* ©2022 [citat 12.12.2021]. Disponibil: <https://www.czso.cz/csu/czso/home>
200. *Federal Reserve System: Monetary Policy Principles and Practice.* ©2022 [citat 23.06.2020]. Disponibil: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>
201. *Inflation Expectations and Their Role in Eurosystem forecasting.* ECB Occasional Paper Series, No. 264, 2021, 146p. [citat 18.12.2021]. Disponibil: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op264~c8a3ee35b5.en.pdf>
202. *Issues in the Governance of Central Banks.* Bank for International Settlements, 2009, 201p. [citat 18.09.2020]. Disponibil: <https://www.bis.org/publ/othp04.pdf>
203. *National Bank of Czech Republic: History of the CNB's inflation targets.* ©2020 [citat 14.07.2019]. Disponibil: <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/inflation-target/history-of-cnbs-inflation-targets/>
204. *National Bank of Czech Republic: The CNB's new inflation target and changes in monetary policy communication.* ©2010 [citat 14.07.2019]. Disponibil: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/monetary-policy/.galleries/strategic_documents/inflacni_cil_cnb_en_2010.pdf
205. *National Bank of Czech Republic: Publication of Graph of Risks to Inflation Projection.* ©2020 [citat 12.08.2020]. Disponibil: <https://www.cnb.cz/en/cnb-news/press-releases/Publication-of-Graph-of-Risks-to-Inflation-Projection/>
206. *National Bank of Czech Republic: Inflation expectations in the CNB's modelling system.* ©2020 [citat 12.08.2020]. Disponibil: <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/inflation-reports/boxes-and-annexes-contained-in-inflation-reports/Inflation-expectations-in-the-CNBs-modelling-system-00001/>
207. *National Bank of Czech Republic: Statistics. Inflation expectations.* ©2020 [citat 12.12.2020]. Disponibil: https://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=ACAC&p_sestuid=21936&p_lang=EN
208. *National Bank of Poland: Monetary Policy.* ©2020 [citat 14.07.2019]. Disponibil: https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html
209. *National Bank of Poland: Statistics. Inflation expectations and forecasts.* ©2020 [citat 14.07.2019]. Disponibil: <https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/expectations.html>
210. *Statistics Poland: ©2020 [citat 14.12.2020]. Disponibil:* <https://stat.gov.pl/en/databases/>

ANEXE

Anexa 1. Clasificarea strategiilor de țintire a cursului de schimb



Sursa: [40, p. 14], [191]

Anexa 2.

Tabelul A2.1. Selectarea lag-ului modelului VAR generat (Cehia)

Endogenous variables: DLOG_IPC DLOG_AST_TOTAL
 DLOG_AST_AI LOG_AST_AE
 Exogenous variables: C
 Sample: 2010M01 2021M12
 Included observations: 135

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	258.1450	NA	2.72e-07	-3.765111	-3.679029	-3.730130
1	406.4486	285.6217	3.83e-08	-5.725164	-5.294753*	-5.550257
2	438.0999	59.08247	3.04e-08	-5.957036	-5.182296	-5.642203
3	458.8670	37.53454	2.84e-08	-6.027659	-4.908590	-5.572901
4	515.2643	98.59078*	1.57e-08*	-6.626137*	-5.162739	-6.031453*
5	529.2562	23.63081	1.62e-08	-6.596388	-4.788661	-5.861778
6	543.3228	22.92330	1.68e-08	-6.567745	-4.415689	-5.693210
7	555.2897	18.79256	1.80e-08	-6.507996	-4.011611	-5.493535
8	562.9372	11.55620	2.07e-08	-6.384255	-3.543542	-5.229869

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Tabelul A2.2. Modelul VAR generat în contextul definitivării relației cauzale dintre inflație și așteptările inflaționiste în Cehia

Vector Autoregression Estimates
 Sample (adjusted): 2010M06 2021M12
 Included observations: 139 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	DLOG_IPC	DLOG_AST_TOTAL	DLOG_AST_AI	LOG_AST_AE
DLOG_IPC(-1)	-0.573379 (0.08039) [-7.13220]	0.000243 (0.00608) [0.03991]	-0.000492 (0.00637) [-0.07725]	0.001390 (0.01303) [0.10660]
DLOG_IPC(-2)	-0.303968 (0.09365) [-3.24594]	-0.001738 (0.00708) [-0.24562]	-0.001704 (0.00742) [-0.22951]	-0.013025 (0.01518) [-0.85790]
DLOG_IPC(-3)	-0.229942 (0.09427) [-2.43912]	0.006960 (0.00712) [0.97690]	0.010103 (0.00747) [1.35209]	-0.019422 (0.01528) [-1.27071]

DLOG_IPC(-4)	-0.197337 (0.07998) [-2.46740]	0.029361 (0.00604) [4.85757]	0.040727 (0.00634) [6.42467]	-0.017660 (0.01297) [-1.36193]
DLOG_AST_TOTAL(-1)	4.373373 (4.93503) [0.88619]	0.109134 (0.37297) [0.29261]	0.918208 (0.39116) [2.34739]	0.905756 (0.80013) [1.13201]
DLOG_AST_TOTAL(-2)	7.911945 (5.83916) [1.35498]	0.336655 (0.44130) [0.76287]	1.113611 (0.46282) [2.40612]	0.008303 (0.94672) [0.00877]
DLOG_AST_TOTAL(-3)	12.12003 (5.26881) [2.30033]	-0.015898 (0.39820) [-0.03993]	0.470843 (0.41762) [1.12745]	-0.992597 (0.85424) [-1.16196]
DLOG_AST_TOTAL(-4)	15.64517 (3.12885) [5.00029]	-0.008563 (0.23647) [-0.03621]	0.132133 (0.24800) [0.53280]	-0.019213 (0.50729) [-0.03787]
DLOG_AST_AI(-1)	-5.678145 (4.16186) [-1.36433]	0.008726 (0.31454) [0.02774]	-0.732675 (0.32988) [-2.22105]	-0.018647 (0.67477) [-0.02763]
DLOG_AST_AI(-2)	-6.695868 (4.78837) [-1.39836]	-0.003340 (0.36189) [-0.00923]	-0.695650 (0.37954) [-1.83290]	0.506138 (0.77635) [0.65195]
DLOG_AST_AI(-3)	-8.664064 (4.40427) [-1.96719]	0.038389 (0.33286) [0.11533]	-0.386350 (0.34909) [-1.10673]	0.787809 (0.71407) [1.10326]
DLOG_AST_AI(-4)	-11.39122 (2.88043) [-3.95469]	-0.075787 (0.21769) [-0.34814]	-0.239908 (0.22831) [-1.05080]	-0.126562 (0.46701) [-0.27101]
LOG_AST_AE(-1)	0.131308 (0.83209) [0.15781]	-0.114490 (0.06289) [-1.82059]	-0.169694 (0.06595) [-2.57293]	0.474924 (0.13491) [3.52033]
LOG_AST_AE(-2)	-0.987434 (0.88541) [-1.11522]	-0.040034 (0.06692) [-0.59828]	-0.034191 (0.07018) [-0.48719]	0.181320 (0.14355) [1.26308]
LOG_AST_AE(-3)	-2.296208 (0.87956) [-2.61064]	0.092727 (0.06647) [1.39495]	0.125574 (0.06972) [1.80124]	0.241904 (0.14260) [1.69633]

LOG_AST_AE(-4)	2.737688 (0.83240) [3.28892]	0.016370 (0.06291) [0.26022]	0.050596 (0.06598) [0.76687]	-0.039506 (0.13496) [-0.29273]
C	0.341049 (0.27261) [1.25107]	0.033000 (0.02060) [1.60175]	0.020408 (0.02161) [0.94451]	0.101850 (0.04420) [2.30440]
R-squared	0.482013	0.286219	0.360637	0.707119
Adj. R-squared	0.414080	0.192609	0.276786	0.668708
Sum sq. resids	86.09181	0.491733	0.540869	2.263081
S.E. equation	0.840042	0.063487	0.066583	0.136198
F-statistic	7.095444	3.057552	4.300934	18.40942
Log likelihood	-163.9378	195.0459	188.4267	88.95096
Akaike AIC	2.603422	-2.561812	-2.466571	-1.035266
Schwarz SC	2.962314	-2.202920	-2.107679	-0.676373
Mean dependent	0.012264	0.000724	0.000839	0.729396
S.D. dependent	1.097443	0.070655	0.078295	0.236627

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Tabelul A2.3. Selectarea lag-ului aferent modelului VAR generat (Polonia)

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: ASTEPT_INFL_POLONIA IPC_POLONIA

Exogenous variables: C

Sample: 2004M01 2016M06

Included observations: 145

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-369.6253	NA	0.577015	5.125866	5.166924	5.142549
1	-43.09035	639.5581	0.006747	0.677108	0.800283*	0.727159
2	-33.82805	17.88582*	0.006275*	0.604525*	0.809817	0.687942*
3	-32.77801	1.998693	0.006536	0.645214	0.932623	0.761998
4	-29.65982	5.849287	0.006617	0.657377	1.026902	0.807528
5	-27.93983	3.179024	0.006831	0.688825	1.140468	0.872343

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Tabelul A2.4. Modelul generat VAR în contextul definitivării relației cauzale dintre inflație și așteptările inflaționiste în Polonia

Vector Autoregression Estimates
Sample (adjusted): 2004M03 2016M06
Included observations: 148 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	ASTEPT_INF L_POLONIA	IPC_POLONI A
ASTEPT_INFL_POLO NIA(-1)	0.664184 (0.14003) [4.74309]	-0.065837 (0.13082) [-0.50325]
ASTEPT_INFL_POLO NIA(-2)	0.352705 (0.13950) [2.52837]	0.226545 (0.13033) [1.73831]
IPC_POLONIA(-1)	0.425256 (0.14886) [2.85673]	1.302496 (0.13907) [9.36568]
IPC_POLONIA(-2)	-0.472717 (0.14182) [-3.33332]	-0.454890 (0.13249) [-3.43341]
C	0.055996 (0.05968) [0.93829]	-0.034178 (0.05575) [-0.61301]
R-squared	0.941864	0.963810
Adj. R-squared	0.940238	0.962797
Sum sq. resids	19.79907	17.28058
S.E. equation	0.372095	0.347625
F-statistic	579.1875	952.0797
Log likelihood	-61.14618	-51.07834
Akaike AIC	0.893867	0.757815
Schwarz SC	0.995124	0.859073
Mean dependent	2.212230	2.199324
S.D. dependent	1.522093	1.802285
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.005798
Determinant resid covariance		0.005413
Log likelihood		-33.80675
Akaike information criterion		0.591983
Schwarz criterion		0.794497

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Anexa 3. Indicele independenței BNM după Cukierman, Webb și Neyapti [69]

Criteriile de independență a BNM	Punctaj	Ponderea	1995-2005*	2006-prezent**
I. Criteriul privind guvernatorul		0.20		
1. Durata mandatului guvernatorului			0.75	0.75
a) > 8 ani;	1.00			
b) 6-8 ani;	0.75		Cap.IV	Cap.IV
c) 5 ani;	0.50		Art.22	Art.23
d) 4 ani;	0.25		(6)	(8)
e) < 4 ani sau la discreția desemnatului.	0.00			
2. Cine numește guvernatorul?			0.50	0.50
a) Comitetul executiv al BC;	1.0			
b) Comitetul BC împreună cu puterea legislativă și cea executivă;	0.75		Cap.IV	Cap.IV
c) Legislativul;	0.50		Art.22	Art.23
d) Executivul colectiv (consiliul al ministerelor);	0.25		(2)	(3)
e) Unul sau doi membrii ai puterii executive (prim-ministru, ministrul finanțelor sau alți membri).	0.00			
3. Destituirea din funcție a guvernatorului			0.50	0.50
a) Nici o prevedere pentru revocare;	1.00			
b) Doar pentru motive ce nu țin de politică (incapacitatea de a exercita funcția sau încălcarea legislației);	0.83			
c) La discreția Comitetului executiv al BC;	0.67		Cap.IV	Cap.IV
d) La discreția puterii legislative cu motive întemeiate;	0.50		Art. 27	Art. 23
e) Demitere necondiționată, posibilă la discreția puterii legislative;	0.33		(1)	(10)
f) La discreția puterii executive cu motive întemeiate;	0.17			(11)
g) Demitere necondiționată, posibilă la discreția puterii executive.	0.00			
4. Are dreptul guvernatorul să dețină și alte funcții publice (în Guvern)?			0.00	1.00
a) Nu;	1.00			Cap.IV
b) Doar cu permisiunea puterii executive;	0.50			Art. 25
c) Legea nu interzice deținerea și altei funcții.	0.00			(1)
A. $(I.1+I.2+I.3+I.4)/4*0.20$			0.09	0.14
II. Stabilirea și formularea de politici		0.15		
5. De cine este stabilită politica monetară?			0.67	1.00
a) Doar de BC;	1.00			
b) Banca participă la stabilirea politicii monetare, prin conlucrare cu Guvernul;	0.67		Cap.II	Cap. I
c) Banca doar recomandă guvernului, dar decizia finală aparține guvernului;	0.33		Art.12	Art.5
d) Banca deloc nu se implică în formularea politicii monetare.	0.00			(1), lit. a)
6. Cine are ultimul cuvânt în soluționarea conflictelor?			0.80	1.00
a) Banca, pe probleme clar definite în lege ca obiectivele sale;	1.00			

b) Banca în conlucrare cu guvernul;	0.80		Cap.I	Cap.I
c) Comitetul executiv, puterea executivă și cea legislativă iau ultima decizie;	0.60		Art. 6 (1)	Art. 6 (1) – (5)
d) Puterea legislativă are autoritate finală cu privire la problemele de politică monetară;	0.40			
e) Puterea executivă, pe probleme de politică sub rezerva unui proces echitabil și, eventual, de protest de către BC;	0.20			
f) Prioritatea necondiționată a puterii executive.	0.00			
7. Rolul BC în procesul bugetar al guvernului			1.00	1.00
a) BC activă, consultativă;	1.00		Cap. I Art. 8, (2)	Cap. I Art. 8 (2)
b) BC nu are nici o influență.	0.00		Cap.V Art.37, (3)	Cap.V Art.37 (2), (3)
B. (II.5+II.6+II.7)/3*0.15			0.12	0.15
III. 8. Obiectivele		0.15	0.00	1.00
a) Stabilitatea prețurilor este obiectivul principal sau unicul, iar banca centrală are ultimul cuvânt în caz de conflict cu alte obiective guvernamentale;	1.00			
b) Stabilitatea prețurilor este singurul obiectiv;	0.80		Cap.I	Cap.I
c) Stabilitatea prețurilor este principalul obiectiv, dar sunt stipulate și alte obiective compatibile, cum ar fi un sistem bancar stabil;	0.60		Art. 4	Art. 4 (1), (2)
d) Stabilitatea prețurilor este un obiectiv, cu obiective potențial conflictuale, cum ar fi ocuparea deplină a forței de muncă;	0.40			
e) Nu există obiective stabilite în statutul băncii;	0.20			
f) Obiectivele stabilite nu includ stabilitatea prețurilor.	0.00			
C. III.8*0.15			0.00	0.15
IV. Limitări privind creditarea guvernului				
9. Avansuri (limite impuse asupra împrumuturilor negarantate)		0.15	1.00	
a) Nu sunt permise;	1.00			
b) Sunt permise, dar în limite stricte (ex. până la 15% din veniturile guvernamentale);	0.67		Cap.V Art.41 (2)	
c) Sunt permise, dar limitele sunt largi (ex. peste 15% din veniturile guvernamentale);	0.33			
d) Nu există limite legale privind împrumuturile.	0.00			Cap.V Art.41
10. Împrumuturi garantate		0.10	0.00	-
a) Nu sunt permise;	1.00			
b) Sunt permise, dar în limite stricte (ex. până la 15% din veniturile guvernamentale);	0.67		Cap.V Art.41 (2)	
c) Sunt permise, dar limitele sunt largi (ex. peste 15% din veniturile guvernamentale);	0.33			
c) Nu există limite legale privind împrumuturile.	0.00			
11. Condițiile împrumutului (scadență, dobânzi, suma)		0.10	0.33	
a) Controlate de bancă;	1.00		Cap.V	

b) Specificate prin statutul BC;	0.67		Art.37,(3)
c) Negociate între bancă și executiv;	0.33		Art.41,(2)
d) Stabilite de puterea executivă în mod individual.	0.00		
12. Potențiali debitori ai băncii		0.05	0.67
a) Doar guvernul central;	1.00		
b) Toate nivelele autorității statului;	0.67		Cap.V
c) a, b și întreprinderile publice;	0.33		Art.41
d) Sectorul public și privat.	0.00		(1)
13. Limitele impuse creditelor acordate de bancă se exprimă în:		0.025	-
a) Sume fixe;	1.00		
b) Procent din pasivele BC sau capital;	0.67		
c) Procent din veniturile statului;	0.33		
d) Procent din cheltuielile statului.	0.00		
14. Scadența creditelor		0.025	0.00
a) În termen de 6 luni;	1.00		
b) În termen de 1 an;	0.67		
c) Mai mult de 1 an;	0.33		
d) Legea nu prevede acest fapt.	0.00		
15. Ratele dobânzilor aferente împrumuturilor trebuie să fie:		0.025	0.25
a) Mai mari decât ratele minime pe piață;	1.00		Cap.VArt.
b) La ratele pieței;	0.75		41
c) Sub nivelul maxim al ratelor de dobândă pe piață;	0.50		(2)
d) Rata dobânzii nu este menționată;	0.25		
e) Guvernul se poate împrumuta de la BC fără dobândă.	0.00		
16. BC are interdicția legală de a cumpăra sau vinde titluri de stat pe piața primară:		0.025	0.00
a) Da;	1.00		Cap. II
b) Nu.	0.00		Art. 15;
			Cap.V
			Art. 4
D. $(IV.9*0.15)+(IV.10*0.10)+(IV.11*0.10)+(IV.12*0.05)+(IV.13*0.025)+(IV.14*0.025)+(IV.15*0.025)+(IV.16*0.025)$			0.22
			0.50
Indicele independenței BNM (A+B+C+D)			0.43
			0.94

Sursa: estimările autorului după Cukierman A., Webb S. B. and Neyapti B. [69, pp. 358-59]

*https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=66535&lang=ro#

**https://www.legis.md/cautare/getResults?doc_id=128657&lang=ro

Anexa 4.

Tabelul A4.1. Determinarea autocorelației și autocorelației parțiale în contextul estimării ecuației asociate modelului GARCH

Sample: 1994M01 2022M06
Included observations: 341

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. ****	. ****	1	0.561	0.561	108.35	0.000
. **	. .	2	0.281	-0.049	135.68	0.000
. *	. .	3	0.132	-0.010	141.67	0.000
. *	. .	4	0.108	0.071	145.74	0.000
. *	. .	5	0.109	0.037	149.86	0.000
. *	. .	6	0.101	0.020	153.41	0.000
. *	. *	7	0.147	0.108	161.02	0.000
. *	. .	8	0.104	-0.045	164.80	0.000
. .	. .	9	0.069	0.007	166.49	0.000
. *	. *	10	0.101	0.091	170.06	0.000
. *	. *	11	0.182	0.119	181.79	0.000
. **	. .	12	0.217	0.059	198.57	0.000
. *	* .	13	0.125	-0.076	204.10	0.000
. .	. .	14	0.036	-0.047	204.56	0.000
. .	. .	15	-0.033	-0.054	204.96	0.000

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Tabelul A4.2. Rularea mean equation asociate modelului GARCH (1994-iun. 2022)

Dependent Variable: DL_IPC
Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)
Sample: 1994M02 2022M06
Included observations: 341
Convergence not achieved after 500 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014905	0.007411	2.011127	0.0401
AR(1)	0.858613	0.010127	84.78253	0.0000
MA(12)	0.317655	0.049408	6.429280	0.0000
SIGMASQ	0.000140	5.40E-06	25.91310	0.0000
Root MSE	0.011828	R-squared		0.522789
Mean dependent var	0.009984	Adjusted R-squared		0.518541
S.D. dependent var	0.017148	S.E. of regression		0.011898
Akaike info criterion	-6.005217	Sum squared resid		0.047709
Schwarz criterion	-5.960269	Log likelihood		1027.890
Hannan-Quinn criter.	-5.987309	F-statistic		123.0621
Durbin-Watson stat	2.099179	Prob(F-statistic)		0.000000

Inverted AR Roots	.86			
Inverted MA Roots	.88+.24i	.88-.24i	.64-.64i	.64+.64i
	.24+.88i	.24-.88i	-.24-.88i	-.24+.88i
	-.64-.64i	-.64-.64i	-.88+.24i	-.88-.24i

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Tabelul A4.3. Rularea mean equation asociate modelului GARCH (2010-iun. 2022)

Dependent Variable: DL_IPC

Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)

Sample: 2010M02 2022M06

Included observations: 149

Convergence achieved after 39 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006324	0.001849	3.419743	0.0008
AR(1)	0.637490	0.037381	17.05393	0.0000
SIGMASQ	5.03E-05	4.26E-06	11.81755	0.0000
Root MSE	0.007093	R-squared		0.394472
Mean dependent var	0.005950	Adjusted R-squared		0.386177
S.D. dependent var	0.009146	S.E. of regression		0.007165
Akaike info criterion	-7.015667	Sum squared resid		0.007496
Schwarz criterion	-6.955185	Log likelihood		525.6672
Hannan-Quinn criter.	-6.991094	F-statistic		47.55592
Durbin-Watson stat	2.011483	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.64			

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Anexa 5.

Tabelul A5.1. Output-ul modelului VAR generat în contextul definitivării persistenței cointegrării între variabile supuse analizei (Republica Moldova)

Vector Autoregression Estimates
Sample (adjusted): 2013Q3 2022Q1
Included observations: 35 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	LN_IPC	LN_AST	LN_PIB	LN_RB
LN_IPC(-1)	1.368552 (0.16920) [8.08849]	0.846022 (2.50915) [0.33717]	-0.466703 (0.39249) [-1.18910]	0.728001 (2.44229) [0.29808]
LN_IPC(-2)	-0.653743 (0.20562) [-3.17938]	1.506902 (3.04928) [0.49418]	0.135775 (0.47697) [0.28466]	-1.380607 (2.96803) [-0.46516]
LN_AST(-1)	-0.000252 (0.01250) [-0.02015]	0.668575 (0.18532) [3.60766]	-0.036627 (0.02899) [-1.26353]	0.157888 (0.18038) [0.87530]
LN_AST(-2)	0.007441 (0.01140) [0.65297]	-0.216191 (0.16900) [-1.27924]	0.016231 (0.02644) [0.61401]	-0.259711 (0.16450) [-1.57882]
LN_PIB(-1)	0.089065 (0.08533) [1.04375]	0.641239 (1.26545) [0.50673]	0.839730 (0.19794) [4.24227]	0.092677 (1.23173) [0.07524]
LN_PIB(-2)	-0.045003 (0.08449) [-0.53264]	-0.247893 (1.25298) [-0.19784]	0.033452 (0.19599) [0.17068]	-0.213283 (1.21959) [-0.17488]
LN_RB(-1)	0.032289 (0.01354) [2.38385]	-0.191829 (0.20087) [-0.95501]	0.005208 (0.03142) [0.16575]	1.426457 (0.19551) [7.29594]
LN_RB(-2)	-0.033472 (0.01434) [-2.33482]	0.326960 (0.21260) [1.53792]	-0.000652 (0.03325) [-0.01962]	-0.571776 (0.20693) [-2.76309]
C	0.869513 (0.93617) [0.92879]	-14.35528 (13.8832) [-1.03400]	2.872310 (2.17163) [1.32265]	4.722372 (13.5133) [0.34946]
R-squared	0.860495	0.671185	0.846040	0.897267
Adj. R-squared	0.817571	0.570011	0.798668	0.865656
Sum sq. resids	0.005725	1.258939	0.030803	1.192742
S.E. equation	0.014838	0.220047	0.034420	0.214184
F-statistic	20.04672	6.633967	17.85938	28.38531

Log likelihood	102.9082	8.526031	73.45808	9.471284
Akaike AIC	-5.366185	0.027084	-3.683319	-0.026931
Schwarz SC	-4.966238	0.427031	-3.283372	0.373016
Mean dependent	4.661878	1.596781	10.24618	1.836625
S.D. dependent	0.034740	0.335573	0.076711	0.584357
<hr/>				
Determinant resid covariance (dof adj.)	3.78E-10			
Determinant resid covariance	1.15E-10			
Log likelihood	201.8528			
Akaike information criterion	-9.477300			
Schwarz criterion	-7.877514			
Number of coefficients	36			
<hr/>				

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Tabelul A5.2. Output-ul modelului VECM asociat situației din Republica Moldova

Vector Error Correction Estimates
Sample (adjusted): 2013Q3 2022Q1
Included observations: 35 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LN_IPC(-1)	1.000000			
LN_AST(-1)	-0.135549 (0.02906) [-4.66463]			
LN_PIB(-1)	-0.088441 (0.09984) [-0.88584]			
LN_RB(-1)	0.013597 (0.01372) [0.99135]			
C	-3.560120			
<hr/>				
Error Correction:	D(LN_IPC)	D(LN_AST)	D(LN_PIB)	D(LN_RB)
CointEq1	-0.154655 (0.06412) [-2.41208]	3.407348 (0.91538) [3.72233]	0.064078 (0.14256) [0.44947]	-0.368149 (0.95374) [-0.38600]
D(LN_IPC(-1))	0.642320 (0.17323) [3.70793]	-1.274511 (2.47316) [-0.51534]	-0.507362 (0.38518) [-1.31723]	1.672544 (2.57680) [0.64908]
D(LN_AST(-1))	-0.015625 (0.01068)	0.217133 (0.15248)	-0.033294 (0.02375)	0.106538 (0.15887)

		[-1.46299]	[1.42400]	[-1.40199]	[0.67059]
D(LN_PIB(-1))	0.107862 (0.08262) [1.30554]	0.778150 (1.17953) [0.65971]	-0.042992 (0.18370) [-0.23403]	0.830326 (1.22896) [0.67563]	
D(LN_RB(-1))	0.038129 (0.01400) [2.72282]	-0.265234 (0.19992) [-1.32667]	0.010879 (0.03114) [0.34940]	0.550494 (0.20830) [2.64275]	
C	0.000807 (0.00274) [0.29444]	-0.006347 (0.03915) [-0.16211]	0.008333 (0.00610) [1.36664]	0.012891 (0.04079) [0.31603]	
R-squared	0.595716	0.359235	0.127410	0.340813	
Adj. R-squared	0.526012	0.248758	-0.023037	0.227160	
Sum sq. resids	0.006923	1.411150	0.034228	1.531905	
S.E. equation	0.015451	0.220591	0.034355	0.229835	
F-statistic	8.546358	3.251679	0.846877	2.998713	
Log likelihood	99.58092	6.528661	71.61298	5.091776	
Akaike AIC	-5.347481	-0.030209	-3.749313	0.051899	
Schwarz SC	-5.080850	0.236422	-3.482682	0.318530	
Mean dependent	0.003541	-0.006376	0.007484	0.026374	
S.D. dependent	0.022443	0.254506	0.033966	0.261440	
Determinant resid covariance (dof adj.)		4.27E-10			
Determinant resid covariance		2.01E-10			
Log likelihood		192.0648			
Akaike information criterion		-9.375134			
Schwarz criterion		-8.130855			
Number of coefficients		28			

Sursa: elaborat de autor, utilizând programul EViews

Anexa 6. Certificat de implementare a rezultatelor cercetărilor științifice eliberat de
Banca Națională a Moldovei



Banca Națională a Moldovei

Nr. 07-01103/20.12587

2 septembrie 2022

CERTIFICAT DE IMPLEMENTARE A REZULTATELOR
CERCETĂRILOR ȘTIINȚIFICE

aferente tezei de doctorat

la specialitatea 522.01-Finanțe cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, elaborată de dna Hinev Olga.

Rezultatele investigațiilor științifice reflectate în cadrul tezei de doctorat cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste” prezintă un interes sporit de natură aplicativă a valorii teoretice și practice a lucrării. Lucrarea menționată reprezintă rezultatul unor cercetări științifice complexe cu caracter de originalitate și inovație.

Relevanța temei abordate este de o importanță deosebită pentru Banca Națională a Moldovei, susținând rolul independenței, transparenței și responsabilității în consolidarea credibilității instituționale și asigurarea obiectivului de politică monetară.

Apreciem înalt contribuția autorului tezei la optimizarea politicii monetare din perspectiva propunerii unui mecanism de gestiune a așteptărilor inflaționiste bazat pe un grad sporit de independență, transparență și responsabilitate, alături de semnificația modelului simulat de natură să identifice oportunitatea persistenței așteptărilor inflaționiste mixte, atât celor de backward-looking, cât și celor de forward-looking în procesul de formare a prețurilor în Republica Moldova.

Reieșind din cele menționate, apreciem rezultatele obținute, concluziile și recomandările formulate în cadrul tezei de doctorat la specialitatea 522.01-Finanțe cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste” și considerăm rezultatele cercetării de o importanță științifică și practică semnificativă.

Octavian ARMAȘU
Guvernator



Adresa: Bulevardul Grigore Vieru nr. 1, MD-2005, Chișinău, Republica Moldova
Tel: (+373) 22 822 606, Fax: (+373) 22 220 591, email: official@bnm.md, web: www.bnm.md

Anexa 7. Certificat de implementare a rezultatelor cercetărilor științifice eliberat de
Departamentul Politică Monetară al Băncii Naționale a Moldovei



Banca Națională a Moldovei

Nr. 07-01115/160/4753

2 septembrie 2022

**CERTIFICAT DE IMPLEMENTARE A REZULTATELOR
CERCETĂRILOR ȘTIINȚIFICE**

aferente tezei de doctorat

la specialitatea 522.01-Finanțe cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, elaborată de dna Hinev Olga.

Prin prezentul certificat, se confirmă activitatea prodigioasă a dnei Hinev Olga în cadrul Departamentului Politică Monetară al Băncii Naționale a Moldovei, participând activ la consolidarea transparenței și comunicării Băncii Naționale a Moldovei prin elaborarea comunicatelor de decizie, rezumatelor proceselor verbale aferente ședințelor pe probleme de politică monetară, precum și a principalelor publicații ale BNM – Rapoarte asupra inflației și Rapoartele Anuale.

În luna august 2022, rezultatele cercetărilor științifice aferente tezei de doctor cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste” au fost prezentate conducerii Departamentului Politică Monetară.

Tematica tezei prezintă interes sporit în contextul exigenței unui cadru instituțional bazat pe transparență, independență și responsabilitate, de natură să contribuie la gestiunea așteptărilor inflaționiste din perspectiva optimizării politicii monetare.

Apreciem înalt rezultatele investigațiilor științifice, concluziile și recomandările reflectate în cadrul tezei de doctorat la specialitatea 522.01-Finanțe cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, care prezintă un interes sporit de natură aplicativă a valorii teoretice și practice a lucrării.


Radu CUHALĂ, conf.univ.
Director al Departamentului Politică Monetară

Adresa: Bulevardul Grigore Vieru nr. 1, MD-2005, Chișinău, Republica Moldova
Tel: (+373) 22 822 606, Fax: (+373) 22 220 591, email: official@bnm.md, web: www.bnm.md

Anexa 8. Certificat de implementare a rezultatelor cercetărilor științifice eliberat de
Academia de Studii Economice a Moldovei

MINISTERUL EDUCAȚIEI
ȘI CERCETĂRII
AL REPUBLICII MOLDOVA



MINISTRY OF EDUCATION
AND RESEARCH OF THE
REPUBLIC OF MOLDOVA

ACADEMIA DE STUDII
ECONOMICE DIN MOLDOVA



ACADEMY OF ECONOMIC
STUDIES OF MOLDOVA

Str. Mitropolit G. Bănulescu-Bodoni, 61
MD – 2005, Chișinău
Tel. (022) 22-41-28, fax 22-19-68
www.asc.md
rectorat@asc.md

61, Mitropolit G. Banulescu-Bodoni Street
Chisinau, MD – 2005,
Tel. (022) 22-41-28; fax (022) 22-19-68
www.asc.md
rectorat@asc.md



26-09-2022 nr. 02/1124

La nr. _____ din _____

CERTIFICAT

de implementare a rezultatelor investigațiilor științifice realizate în procesul de elaborare a tezei de doctorat la specialitatea 522.01-Finanțe cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, elaborată de dna Hinev Olga, conducător științific dna Cociug Victoria, dr., conf.univ.

Rezultatele cercetărilor științifice obținute în procesul elaborării tezei de doctor cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, elaborată de către dna Hinev Olga în cadrul Departamentului „Finanțe și Asigurări” al Academiei de Studii Economice a Moldovei, prezintă un interes sporit de ordin teoretic și aplicativ și pot fi utilizate în procesul de instruire a studenților și masteranzilor la ciclul I, ciclul II și ciclul III de studii universitare:

- ciclul I, licență, facultatea Finanțe, specialitatea Finanțe și bănci, discipline: Monedă și credit, Macroeconomie, Econometrie;
- ciclul II, mastrat, Administrare bancară, discipline: Strategii de politică monetară, Econometrie financiară și previziune;
- Ciclul III, doctorat, disciplinele: Macroeconomie avansată; Econometrie avansată.

Apreciem pozitiv teza de doctorat cu tema „Optimizarea politicii monetare prin gestiunea așteptărilor inflaționiste”, elaborată de dna Hinev Olga, sub conducerea dr., conf. univ. dna Cociug Victoria. În acest sens, susținem că lucrarea prezintă interes ca un tratat de analiză, sistematizare și dezvoltare a conceptelor teoretice cu validarea acestora prin metode statistico-empirice, iar sintezele și definițiile originale expuse și reprezentate prin scheme, indicatori și modele formulate de autor în cadrul tezei vin să îmbogățească arealul de cercetări științifice autohtone în domeniul politicii monetare.

Totodată, teza de doctor constituie un suport bibliografic important la elaborarea lucrărilor de licență, tezelor de master și tezelor de doctorat cu tematica conectată la domeniul politicii monetare.

Prim-prorector,
Prorector cu activitate didactică,
dr., conf. univ.



Angela CASIAN

DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII

Subsemnata, Hinev Olga, declar pe răspundere personală că materialele prezentate în teza de doctorat sunt rezultatul propriilor cercetări și realizări științifice. Conștientizez că, în caz contrar, urmează să suport consecințele în conformitate cu legislația în vigoare.

Hinev Olga



26.09.2022

CURRICULUM VITAE

INFORMAȚII PERSONALE

Olga Hinev

✉ olga_hinev@mail.ru;

Gen Feminin | Data nașterii 08/04/1988

Naționalitate MD

EXPERIENȚA PROFESIONALĂ

(01/01/2012 - prezent)

Economist principal

Departamentul Politică Monetară, Banca Națională a Moldovei, bd. Grigore Vieru 1, Chișinău, MD - 2005, Republica Moldova, www.bnm.md

- Elaborarea comunicatelor aferente deciziilor de politică monetară;
- Elaborarea rezumatelor proceselor - verbale aferente ședinței CE cu privire la promovarea politicii monetare;
- Elaborarea comunicatelor referitoare la evoluția procesului inflaționist și determinanții acestuia;
- Participarea la elaborarea Rapoartelor asupra inflației și Rapoartelor anuale ale BNM.

(28/12/2009 – 31/12/2011)

Economist coordonator

Departamentul Politică Monetară și Cercetări, Banca Națională a Moldovei, bd. Grigore Vieru 1, Chișinău, MD - 2005, Republica Moldova, www.bnm.md

EDUCAȚIE ȘI FORMARE

(01/11/2016 – prezent)

Studii de doctorat

Școala Doctorală a ASEM, Finanțe, Academia de Studii Economice a Moldovei, str. Bănulescu-Bodoni 61, MD – 2005, Chișinău, Republica Moldova, www.ase.md

(01/09/2009 – 01/07/2011)

Studii de masterat

Școala Masterală de Excelență în Economie și Business, Finanțe, Administrare Bancară, Academia de Studii Economice a Moldovei, str. Bănulescu-Bodoni 61, MD – 2005, Chișinău, Republica Moldova, www.ase.md

(01/09/2006 – 01/07/2009)

Studii de licență

Facultatea Finanțe, Specialitatea Finanțe și bănci, Academia de Studii Economice a Moldovei, str. Bănulescu-Bodoni 61, MD – 2005, Chișinău, Republica Moldova, www.ase.md

CURSURI/ SEMINARE

01/05/2022 – 30/06/2022	Macroeconomic Management in Resource-Rich Countries (curs online) Institutul Fondului Monetar Internațional, Washington DC.
01/09/2021 – 31/12/2021	Inclusive Growth (curs online) Institutul Fondului Monetar Internațional, Washington DC. https://courses.edx.org/certificates/eaf5829be76648b887381758c494eaa2
01/05/2021 – 31/08/2021	LIC_DSFX: Debt Sustainability Framework for Low Income Countries (curs online) Institutul Fondului Monetar Internațional, Washington DC. https://courses.edx.org/certificates/693b1fc9d5143f4b345aa456c4e07d3
01/05/2021 – 31/08/2021	Financial Market Analysis (curs online) Institutul Fondului Monetar Internațional, Washington DC. https://courses.edx.org/certificates/b24a666f73134b2991b63e504c513cc2
13/05/2020 – 31/08/2020	Model-Based Monetary Policy Analysis and Forecasting (curs online) Institutul Fondului Monetar Internațional, Washington DC. https://courses.edx.org/certificates/21f2a5348b114d48af1b0ef22ad871d9
15/01/2020 – 31/08/2020	Macroeconometric Forecasting (curs online) Institutul Fondului Monetar Internațional, Washington DC.
17/09/2019 – 20/09/2019	Monetary Policy Communication under an Inflation Targeting Framework Banca Națională a Poloniei, Polonia, Varșovia. Efectuarea prezentării: „ <i>Monetary Policy Communication under Inflation Targeting Regime. Moldova’s Experience</i> ”
29/01/2018 – 09/02/2018	Monetary Policy Institutul Asociat din Viena, Austria, Viena.
17/04/2017 – 28/04/2017	Vulnerability Diagnostics Institutul Asociat din Viena, Austria, Viena.
19/09/2016 – 23/09/2016	Public Relations Deutsche Bundesbank, Germania, Frankfurt am Main. Efectuarea prezentării: „ <i>Monetary Policy Communication. Moldova’s Experience</i> ”
28/03/2016 – 08/04/2016	Macroeconomic Diagnostics Institutul Asociat din Viena, Austria, Viena.
28/01/2013 – 08/02/2013	Financial Programming and Policies Institutul Asociat din Viena, Austria, Viena.

05/10/2012 – 10/10/2012 Public Relations and Educational Projects at the National Bank of Poland
Banca Națională a Poloniei, Polonia, Varșovia.

02/08/2010 – 13/08/2010 Membru de grup: Asistență Tehnică Bilaterală BNR – BNM în
contextul Regimului de Țintire a Inflației
Banca Națională a României, România, București.

APTITUDINI ȘI COMPETENȚE PERSONALE

Limba maternă

Română

Limbi cunoscute:

Limba engleză

Nivelul B2, certificat emis de Centrul European de Limbi Străine QUO
VADIS, str. Șciusev A. 82, Chișinău, Republica Moldova, <https://quovadis.md/>

Limba franceză

Nivelul B2, certificat emis de Alianța Franceză din Moldova, str. Sfatul
Țării 18, Chișinău, Republica Moldova, <https://alfr.md/>

Limba rusă

Fluent

**Competențe și
aptitudini de utilizare
a calculatorului**

Microsoft Office: Word; Excel; Power Point; Access
EViews
Matlab (cunoștințe de bază)
Demetra
MiKTeX; LaTeX
Internet

**Competențe și
abilități organizatorice,
sociale și de comunicare**

Time-management; abilități de lucru în mod individual și în echipă;
gândire analitică, critică; executarea sarcinilor în mod responsabil și în
timp util; proactivă; dedicată învățării continue fapt confirmat prin
participarea la cursuri și workshop-uri.

Permis de conducere

Categoria B

Mențiuni

Legitimație nr. 121 la medalia „Academia de Studii Economice din
Moldova” cu titlul „*Absolvent de onoare al ASEM – promoția 2011*”
