

## СТРАТЕГИЯ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА МОЛДОВЫ НА 2010-2012 ГОДЫ

В соответствии с положениями Закона о Национальном банке Молдовы № 548–XIII от 21 июля 1995 г., Национальный банк Молдовы является центральным банком Республики Молдова, самостоятельным публичным юридическим лицом, определяет и осуществляет денежную и валютную политику.

Стратегия денежной политики Национального банка Молдовы (НБМ) на 2010-2012 гг. разработана в результате внедрения и продвижения денежной и валютной политики в течение 2009г. с целью развития Стратегии денежной и валютной политики на 2010-2012 гг., опубликованной в квартальном отчете НБМ № 4 за 2008 г.

Настоящая стратегия денежной политики разработана на среднесрочную перспективу и устанавливает основные направления деятельности Национального банка Молдовы для достижения основной задачи - „обеспечение и поддержание стабильности цен”.

**Для обеспечения и поддержания стабильности цен, НБМ устанавливает инфляционную цель – измеряемую индексом потребительских цен, опубликованным ежемесячно Национальным бюро статистики (НБС) – на уровне 5.0% в 2010 г. с возможным отклонением  $\pm 1.0$  процентных пункта. В период 2011 – 2012 гг. НБМ будет обеспечивать удержание инфляции в объявленном целевом диапазоне, выраженным одной цифрой при годовом установлении количественного показателя.**

### Введение

Одновременно с принятием в июле 1995 г. Закона о Национальном банке Молдовы, была установлена основная задача денежной политики – обеспечение и поддержание стабильности национальной валюты, в связи с чем была определена стратегия и тактика денежной политики НБМ.

Так, до 2006 г., конечная цель денежной политики, а именно стабильность национальной валюты выражала свой двойственный характер: с одной стороны – осуществление и поддержание внутренней стабильности национальной валюты, выраженной уровнем инфляции и измеряемой индексом потребительских цен и с другой стороны – осуществление и поддержание, дополнительно и параллельно, внешней стабильности национальной валюты, измеряемой обменной ставкой по отношению к основным иностранным валютам.

В 2006 г., при принятии Закона № 191-XVI 30 июня 2006 г. о внесении дополнений и изменений в Закон № 548-XIII от 21 июля 1995 г. о Национальном банке Молдовы, основная задача НБМ изменена и вместо „осуществления и поддержания стабильности национальной валюты” стала „обеспечение и поддержание стабильности цен”.

В 1994–2008 гг. осуществление цели денежной политики проводилось посредством режима таргетирования денежных агрегатов. На тот момент, решение о принятии режима таргетирования денежных агрегатов было обусловлено необходимостью выбора режима, адекватного существующей ситуации в экономике Республики Молдова.

Осуществление и продвижение НБМ режима таргетирования денежных агрегатов привело к снижению инфляции и макроэкономической стабилизации, к снижению неопределенности и рисков в процессе принятия решений в сфере инвестиций, к консолидированию доверия населения к финансовой системе государства и способствовало более эффективному осуществлению

социальных реформ.

Национальный банк Молдовы отказался в 2009 г. от режима таргетирования денежных агрегатов<sup>1</sup> и установил уровень инфляции - 9.0% на конец года с возможным отклонением  $\pm 1.0$  процентных пункта. В указанном периоде национальная экономика была сильно затронута глобальным экономическим кризисом, его эффекты ощущались, в результате существенного сокращения объема денежных средств переведенных из-за границы физическими лицами, агрегированного спроса и внешней торговли. Последствия данной эволюции спровоцировали негативные ожидания населения и экономических агентов, после чего Национальным банком Молдовы были осуществлены интервенции на денежном и валютном рынке в целях стабилизации макроэкономической ситуации. В результате, экономическая эволюция, отличная от прогнозируемой, обусловила направление денежной политики на стабилизацию реальной экономики.

## **СТРАТЕГИЧЕСКИЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2010-2012 ГГ.**

### **I. Интерпретация денежной политики**

На основании статьи 4 Закона о Национальном банке Молдовы, главной задачей НБМ является обеспечение и поддержание стабильности цен.

Стабильность цен можно определить как ситуацию, при которой рост цен достаточно низкий, и существенно не влияет на экономические решения общества.

Национальный банк Молдовы считает, что „установление цен” можно количественно определить как уровень инфляции, определенный индексом потребительских цен, опубликованным ежемесячно Национальным бюро статистики, исходя из того, что: (i) широкая общественность ознакомлена с указанным индексом и менее с другими показателями измерения инфляции, (ii) данные о индексе потребительских цен доступны в любое время, (iii) не подлежат пересмотру и, не в последнюю очередь, (iv) соблюдается принцип разделения интересов между учреждением занятым сбором и измерением данного индекса (НБС) и учреждением преследующим цель удержания уровня инфляции (НБМ).

Помимо обеспечения и поддержания стабильности цен - главной цели денежной политики, НБМ наметил и другие макроэкономические второстепенные цели: обеспечение экономического роста и занятость населения. Эти второстепенные цели реализуются в той мере в которой они не препятствуют достижению основной цели НБМ.

### **Удержание низкого уровня инфляции и количественная цель денежной политики**

Обеспечение стабильности цен и удержание низкого уровня инфляции являются самыми важными задачами НБМ, потому что он может содействовать созданию относительно стабильной макроэкономической среды, приводящей к развитию экономики и обеспечению стабильного уровня экономического роста.

Национальный банк Молдовы считает, что низкий и относительно стабильный уровень инфляции будет:

---

<sup>1</sup> См. Главу II „Режим денежной политики”.

- поддерживать номинальные процентные ставки на низком уровне, которые будут стимулировать долгосрочные инвестиции и позволят сохранить конкурентоспособность экономических агентов на внутреннем и внешнем плане;
- препятствовать спекулятивным действиям и консолидировать финансовую стабильность;
- поддерживать долгосрочный экономический рост, создавать рабочие места и приведет к росту производительности и улучшению качества жизни населения;
- защищать фиксированные доходы социально незащищенных слоев населения, которые особенно страдают от высокого уровня инфляции через снижение доходов от инвестиций или социальных платежей (пенсии, пособия и др.).

**На 2010 г. Национальный банк Молдовы установил уровень инфляции, измеряемый индексом потребительских цен (ИПЦ) - 5.0% годовых<sup>2</sup> с возможным отклонением  $\pm 1.0$  процентных пункта.**

Цель по инфляции на уровне 5.0% на конец 2010 г. установлен на основе краткосрочных и долгосрочных прогнозов. Краткосрочные прогнозы на 2010 г. включают восстановление агрегированного спроса и незначительный рост в реальном выражении ВВП, а также актуальный прогноз НБМ в отношении мировых цен, в основном на электроэнергию и нефтепродукты. Соответствующие долгосрочные прогнозы НБМ учитывают направление экономики Республики Молдова на свои основные торговые партнеры, продолжительный рост производительности во всех сферах экономики и структурные преобразования в национальной экономике. Установленная инфляционная цель выше инфляционной цели Центрального европейского банка (ЦЕБ)<sup>3</sup> для избежания систематического и быстрого укрепления национальной валюты.

**Интервал доверия  $\pm 1.0$  процентных пункта** необходим, потому что:

- передача решений денежной политики об уровне инфляции осуществляется с опозданием из-за инертности национальной экономики;
- статистические отклонения в измерении инфляции требуют наличия достаточной маржи для несущественных изменений относительных цен которые появляются часто в каждой экономике;
- денежная политика должна быть гибкой в отношении реакции на краткосрочные шоки;
- текущие экономические прогнозы содержат неясности общего характера.

В случае если отдельные непредвиденные шоки перемещают или способствуют перемещению инфляции за пределами установленного интервала, денежная политика будет восстанавливать и приводить инфляцию как можно ближе к намеченной цели в среднем диапазоне времени. В этом же периоде, инструменты денежной политики будут применяться для достижения инфляционной цели без нанесения существенного ущерба экономической деятельности.

Действия денежной политики будут предприниматься если существует риск что прогноз инфляции превысит интервал доверия даже если существующий уровень инфляции в пределах намеченного и, наоборот, денежная политика останется нейтральной если ожидается, что текущая инфляция, даже с отклонением от намеченного уровня, будет стремиться к интервалу доверия в разумный период времени.

В то же время, НБМ будет учитывать тот факт, что может появиться ряд шоков и событий, мотивы которых в большей их части или вообще вне компетенции денежной политики и не находятся под прямым контролем НБМ. Так, с экономической точки зрения, нерационально и дорого стоит чтобы денежная политика попыталась смягчить или даже удалить последствия подобных шоков в относительно короткий срок.

<sup>2</sup> Уровень инфляции за последние 12 месяцев.

<sup>3</sup> Основной задачей денежной политики ЦЕБ является поддержание стабильности цен. Среднесрочной целью ЦЕБ является уровень инфляции ниже 2.0%.

С учетом вышеперечисленных причин и исходя из возможного снижения доверия к мерам денежной политики, НБМ определяет пакет исключений, оправдывающих возможность временного отклонения от намеченного уровня инфляции. Эти экзогенные и непредвиденные факторы предусматривают:

- влияние административных цен на общий уровень цен;
- существенные отклонения от прогнозов НБМ в отношении цен на сырье, энергетические ресурсы и другие товары и услуги;
- существенные изменения внешних факторов, в т.ч. поведение инвесторов и переводы физических лиц из-за границы, выраженные чрезмерным и продолжительным давлением на обменный курс;
- существенные изменения объема и структуры сельскохозяйственной продукции с непрерывным изменением цен на нее;
- изменение (размера) косвенных налогов (НДС, акцизный сбор и др.);
- стихийные бедствия или подобные чрезвычайные события, повлекшие за собой затраты и воздействие на цены.

Наряду с преодолением шоков в результате вышеперечисленных экзогенных факторов, Национальный банк Молдовы будет адаптировать денежную политику с целью приведения инфляции в пределы прогнозируемого уровня.

Более четкое определение экзогенных факторов будет осуществляться после измерения и опубликования индекса базовой инфляции<sup>4</sup> Национальным бюро статистики. НБМ постоянно будет анализировать динамику ИПЦ и базовой инфляции с целью разделения экзогенных факторов от факторов находящихся под воздействием денежной политики.

**НБМ планирует и впредь удерживать уровень инфляции близкий к среднему интервалу выраженному одной цифрой – за исключением значительных экзогенных шоков.**

Количественная цель на 2011 г. будет установлена в 2010 г., одновременно с определением планов налоговой политики на 2011 г. и уточнением остальных вышеперечисленных. Количественная цель на 2012 г. будет установлена в течение 2011 г.

## II. Режим денежной политики

**В период 2010-2012 гг. Национальный банк Молдовы, как и прежде, сконцентрируется на определении и осуществлении обеспечения инфляционной цели.**

Существующий режим денежной политики, точнее режим таргетирования денежных агрегатов не позволяет, в сложившихся условиях, полностью достичь главной цели по следующим причинам:

- связь между эволюцией денежных агрегатов и уровнем инфляции в Республике Молдова менее осязаема, динамика их корреляции снижаясь из года в год;
- существующие инструменты денежной политики не обеспечивают в полном объеме эффективное управление денежным предложением (факт вытекающий из нестабильности денежного мультипликатора и изменения структурного спроса на деньги) и не гарантируют стабильность цен;
- необходимость калибровки денежной политики в зависимости от эволюции уровня инфляции, а не в зависимости от промежуточной цели;
- риски связанные с использованием обменного курса в качестве номинального «якоря» в условиях открытой экономики и дальнейшей либерализации счета капитала.

<sup>4</sup> Индекс цен отражающих прочные источники инфляционных давлений, который определяется удалением из индекса потребительских цен эффектов переходящих шоков, регулируемых цен, изменений в режиме косвенных налогов и др.<sup>4</sup>

С учетом вышеперечисленного, Национальный банк Молдовы считает, что адекватным режимом денежной политики, позволяющим обеспечить главную цель, является режим направленный на достижение специфических целей относительно инфляции, с учетом количества соответствующих изменений, в т.ч. денежных агрегатов, процентных ставок и обменного курса, косвенно влияющих на краткосрочную денежную политику.

В этом смысле, необходимо отметить, что этот режим более выгодный по сравнению с остальными, исходя из того что он позволяет:

- обеспечить и поддержать стабильность цен при умеренных расходах;
- более эффективно прикрепить инфляционные ожидания;
- повысить ответственность Национального банка Молдовы за выполнение своей главной цели;
- обеспечить более высокий уровень информирования и прозрачности мер денежной политики.

Помимо вышеперечисленных преимуществ, режим прямого таргетирования инфляции это более гибкий и операционный режим, даже в случае нестабильности отношений между денежными агрегатами и инфляцией. В то же время, в процессе принятия решений по использованию инструментов и мер денежной политики, в целях обеспечения и поддержания стабильности цен, НБМ будет и впредь мониторизировать динамику денежных агрегатов.

### III. Инструменты денежной политики

Достижение основной цели денежной политики будет осуществляться при помощи *главного инструмента денежной политики* - операций открытого рынка, а также *второстепенных инструментов* - постоянных преимуществ, нормы обязательных резервов и интервенций на валютном рынке. Указанные инструменты имеют прямое воздействие на уровень краткосрочных номинальных процентных ставок на денежном рынке.

Условия на денежном рынке управляются НБМ, в целях осуществления инфляционной цели, через установление краткосрочного основного показателя для межбанковского рынка – базисной ставки.

Уровень базисной ставки устанавливается Административным советом Национального банка Молдовы в соответствии со статьей 26 Закона о Национальном банке Молдовы.

**Операции открытого рынка - главный инструмент денежной политики.** Операции открытого рынка проводятся с целью сбалансирования спроса и предложения на денежном рынке и позволяют НБМ воздействовать на уровень краткосрочных процентных ставок на межбанковском рынке.

Операций открытого рынка позволяют Национальному банку Молдовы ежедневно управлять условиями на денежном рынке таким образом, чтобы обеспечить поддержание межбанковской процентной ставки на срок 7 дней (CHIBOR) приблизительно к базисной ставке установленной Административным советом.

По этой причине, НБМ предварительно объявляет и публикует программу и условия проведения операций открытого рынка. Основные операции будут осуществляться со сроком 7 дней. Национальный банк Молдовы предоставит ликвидность на срок более 7 дней только в случае систематической нехватки ликвидности на рынке.

**Постоянные преимущества** предоставляемые по инициативе лицензированных банков ограничивают колебания краткосрочных межбанковских процентных ставок (овернайт), которые

иногда могут быть значительными и формируют краткосрочный коридор процентных ставок на денежном рынке.

Индикативные ставки по постоянным преимуществам (депозитам и кредитам овернайт) будут определять коридор процентных ставок Национального банка Молдовы.

Постоянные преимущества будут доступны для лицензированных банков по их требованию, в неограниченном объеме и по индикативной ставке установленной Административным советом НБМ.

**Обязательные резервы** будут использоваться в качестве инструмента денежной политики с целью ограничения избытка ликвидности, смягчения его воздействия на межбанковские процентные ставки. Наряду с этим, они будут иметь пруденциальную роль, и особенно с учетом ограниченной величины Фонда гарантирования депозитов. Обязательные резервы хранятся на счетах лицензированных банков в Национальном банке Молдовы по процентной ставке установленной Административным советом НБМ.

Административный совет Национального банка Молдовы устанавливает размер нормы обязательных резервов по привлеченным средствам в национальной валюте и в иностранной валюте в зависимости от среднесрочного и долгосрочного тренда инфляции, динамики макроэкономических показателей, прогноза средних и долгосрочных денежных и макроэкономических показателей, инфляционных ожиданий и др.

### **Интервенции на валютном рынке и валютная политика**

Национальный банк Молдовы будет и впредь проводить пруденциальную валютную политику, последовательно, исходя из основной задачи обеспечения и поддержания стабильности цен, а также размещать международные резервы государства в инвестиционные инструменты соответствующие критериям надежности и ликвидности.

Национальный банк Молдовы продолжит поддерживать режим плавающего обменного валютного курса.

Эффективность обеспечения и поддержания стабильности цен будет поддерживаться режимом плавающего обменного курса, потому что систематическая адаптация обменного валютного курса может привести к несовместимости и противоречивости изменений процентных ставок с намеченной инфляционной целью. Следовательно, Национальный банк Молдовы не будет утверждать predetermined процентную ставку молдавского лея по отношению к другим валютам.

Несмотря на это, Национальный банк Молдовы оставляет за собой право осуществлять валютные интервенции с целью смягчения чрезмерных колебаний официального обменного курса и пополнения международных валютных резервов.

Так же, НБМ вправе в исключительном порядке осуществлять интервенции на валютном рынке в тех случаях, когда необходимо повысить эффективность основных денежных инструментов для достижения инфляционной цели.

В качестве инструментов валютной политики будут использованы прямые интервенции на внутреннем валютном рынке, валютные операции своп, а также сделки форвард.

НБМ будет стимулировать внедрение банковской системой инструментов *hedging*, способствующих снижению валютного риска.

#### IV. Механизм трансмиссии денежной политики

В период 2010-2012 гг. НБМ продолжит проводить анализ и моделирование механизма трансмиссии денежной политики, определяя процентной ставке ведущую роль в ориентировании денежного, кредитного и валютного рынков.

Изменение базисной ставки НБМ преследует цель изменения процентных ставок по кредитам и депозитам в экономике, а также обменного курса национальной валюты. В этом смысле, ожидается, что базисная ставка будет определять денежные условия в которых действует национальная экономика.

Механизм трансмиссии денежной политики выражается как изменение денежных условий и влияет на спрос на товары и услуги. Низкие процентные ставки, к примеру, стимулируют рост потребительских расходов и снижение экономии средств, а также обесценение национальной валюты, что может стимулировать экспорт и препятствовать импорту. С другой стороны, повышенные процентные ставки стимулируют снижение внутренних потребительских расходов и укрепление национальной валюты, что может привести к сокращению экспорта и стимулированию импорта. Высокий спрос на товары и услуги местного производства создают дополнительное давление на цены в случае превышения возможностей экономики.

Национальный банк Молдовы будет осуществлять постоянный анализ и мониторинг влияния решений денежной политики на деятельность банков по кредитованию, а также эффекты банковской деятельности на реальный сектор. Так же, с учетом факторов способных ослабить возможность трансмиссии (неразвитый финансовый рынок, избыточная структурная ликвидность и др.) будет уделяться особое внимание альтернативным каналам трансмиссии, таким как снижение валютирования для консолидации канала банковских кредитов.

Несмотря на то что за последние два года Национальный банк Молдовы активно использовал базисную ставку в качестве инструмента денежной политики, ее эффекты на процентные ставки экономики и наличие слабой эластичности между реальными макроэкономическими переменными по отношению к процентной ставке остается большой проблемой.

По этой причине, Национальный банк Молдовы будет и впредь стимулировать канал процентной ставки, будет менять статистику процентных ставок по выданным кредитам и акцептованным депозитам банковским сектором в соответствии с международными стандартами<sup>5</sup>, что позволит повысить качество моделирования и анализа, и особенно механизма трансмиссии денежной политики.

**В настоящее время, импульсы денежной политики Национального банка Молдовы передаются на инфляцию и национальную экономику с опозданием на несколько кварталов.**

Ряд событий задействован с целью воздействия на потребительские расходы, продажи, производство, занятость населения, а также другие экономические показатели. Следовательно, денежная политика должна основываться на экономических прогнозах. Национальный банк Молдовы должен оценивать текущие денежные условия и предпринимать меры способствующие значительному экономическому росту.

Наряду с этим, эффективность механизма трансмиссии, а также осуществление задачи обеспечения и поддержания стабильности цен зависят, по большому счету, от стабильности и развития банковского сектора. В этом смысле, Национальный банк Молдовы будет мониторизировать и содействовать росту уровня доверия к банковской системе.

<sup>5</sup> Согласно методологии Международного валютного фонда и Центрального европейского банка.

В целях поддержания развития банковского сектора, Национальный банк Молдовы будет и далее мониторизировать эффективное применение внутренних процедур банков по оценке и управлению рисками и стимулировать совершенствование систем внутреннего аудита, основанных на повышении уровня прозрачности банковских операций.

#### **V. Процесс принятия решений, информирование и прозрачность денежной политики**

Разработка и утверждение денежной политики является ответственностью Административного совета, который устанавливает **базисную ставку, норму обязательных резервов и коридор постоянных преимуществ.**

Начиная с января 2010 г., Административный совет ежемесячно будет рассматривать выполнение денежной политики. О повестке дня заседаний Административного совета по вопросу осуществлению денежной политики будет сообщено заблаговременно. Административный совет будет принимать решения по вопросам денежной политики не предусмотренным в опубликованной программе, но только в исключительных случаях. Решения по денежной политике, принятые Административным советом будут доводиться до широкой общественности не позднее второго дня после их принятия.

В целях обеспечения прозрачности процесса принятия решений, Национальный банк Молдовы ежеквартально будет опубликовывать Отчет о денежной политике с включением анализа макроэкономической ситуации и среднесрочного прогноза (на 2 года) инфляции и основных макроэкономических показателей. Первый отчет будет опубликован в начале февраля 2010 г. График опубликования Отчета о денежной политике утверждается Административным советом и будет опубликован в январе 2010 г.

В целях оценки денежной политики, начиная с 2011 г., Национальный банк Молдовы будет ежеквартально опубликовывать Отчет об инфляции как продолжение Отчета о денежной политике. Этот документ будет включать дополнительный детальный анализ осуществления установленной главной цели, анализ рисков при дальнейшей реализации основной задачи и в случае превышения уровня инфляции и прогноза инфляции над установленными пределами, Национальный банк Молдовы представит план корректирующих мер с целью возврата инфляции в установленный интервал.

Чтобы подчеркнуть ключевую роль инфляции в денежной политике Национального банка Молдовы, НБМ будет опубликовывать информационное сообщение на второй день после того как новые данные об инфляции будут опубликованы Национальным бюро статистики. В этом сообщении будет сделан анализ определяющих факторов инфляции и будет дана оценка прогноза инфляции.

#### **VI. Взаимодействие с Правительством Республики Молдова и центральными публичными органами**

Национальный банк Молдовы продолжит сотрудничество с Правительством Республики Молдова и органами центрального публичного управления в целях проведения денежной политики.

Это сотрудничество предусматривает обмен информацией и постоянный диалог о бюджетно-налоговой политике, и в частности касающийся изменения сборов, налогов и роста заработной платы в бюджетном секторе, пособий, пенсий и других социальных выплат, а также других мер оказывающих влияние на уровень цен.

Для установления денежной среды необходимой для достижения основной задачи, Национальный банк Молдовы будет сотрудничать с Национальным бюро статистики и Национальной комиссией финансового рынка.

Национальный банк Молдовы, совместно с Национальным бюро статистики, утвердит методологию и разделит ответственность относительно ежемесячного опубликования индекса базовой инфляции. Так же, НБМ будет сотрудничать с НБС в целях обеспечения постоянного обмена информацией о макроэкономических показателях, индексах цен, внешней торговле и др.

В то же время, Национальный банк Молдовы будет сотрудничать с Национальной комиссией финансового рынка в области внедрения стандартизированных формуляров отчетности об участниках небанковского финансового рынка, призванных предоставлять необходимые данные для составления денежного обзора финансового сектора, включая другие финансовые учреждения.

На основе указанного обзора, Национальный банк Молдовы будет проводить анализ всего финансового сектора, а именно: спроса и обязательств перед другими секторами экономики и нерезидентами, и особенно анализ объема выданных кредитов финансовым сектором.

Это позволит Национальному банку Молдовы внедрить денежную статистику в соответствии с общепринятыми международными стандартами и мониторизировать динамику денежных агрегатов финансового сектора.

В этом периоде Национальный банк Молдовы будет сотрудничать и с Национальным агентством по регулированию в энергетике, обеспечивая обмен информацией об уровне и изменении цен на натуральный газ, электроэнергию и др., что составляет важную часть потребительской корзины населения.

## **VII. Сотрудничество с Международным валютным фондом**

В 2010-2012 гг. Правительство Республики Молдова, Национальный банк Молдовы и Международный валютный фонд продолжают реализацию положений Меморандума об экономических и финансовых политиках.

В то же время, Национальный банк Молдовы, имея статус члена Международного валютного фонда, представит МВФ основные показатели денежного, кредитного и валютного рынков и обратится за технической помощью, в основном в области денежно-финансовой статистики и повышения качества анализа и моделирования.