

2 | Fundamente și practici ale regimului valutar

2.1. Piața valutară

2.1.1. Piața valutară: concept, tipuri, factori de influență

Piața valutară reprezintă ansamblul relațiilor care iau naștere între bănci, ca și între bănci și clienții lor, privind cumpărarea și vânzarea de valute în vederea reglementării plăților și încasărilor care apar în procesul schimburilor economice cu străinătatea¹. Aceasta este alcătuită din rețeaua de bănci/burse de valori și alte instituții specializate pe plan internațional, care funcționează în diverse centre financiare din statele dezvoltate cu economie de piață. Practic, piața valutară deține o rețea imensă de legături electronice între dealerii din diferite bănci ale lumii.

După alți autori², piața valutară reprezintă mecanismul prin care o persoană fizică sau juridică transferă puterea de cumpărare dintr-o țară în alta, obține sau furnizează un credit pentru tranzacțiile specifice comerțului internațional și/sau minimizează expunerea la riscurile rezultate din schimbarea cursurilor valutare.

¹ Popa Ioan (coord.) *Tranzacții internaționale. Politici, tehnici, instrumente*, Editura Recif, București; 1992, p. 350.

² Eiteman D, Stonehill A., Mofferr M. *Multinational Business Finance*, eighth edition, Addison – Wesley Publishing Company.

Dezvoltarea comerțului cu valute a dus la formarea bursei banilor, a burselor de valori. Bursa de valori reprezintă piața pe care se negociază și tranzacționează efecte comerciale (cambii, cecuri, bilete la ordin), efecte publice (obligațiuni, bonuri de tezaur etc.), certificate de depozit, acțiuni preferențiale și obișnuite, obligațiuni ale diferitelor societăți comerciale, conosamente și alte titluri de credit.

Funcțiunile unei piețe valutare sunt:

- *Transferul puterii de cumpărare* este necesar deoarece comerțul internațional și tranzacțiile de capital implică, în mod normal, persoane (participanți) care trăiesc în țări cu monede naționale diferite. Fiecare participant dorește, de obicei, să-și efectueze tranzacțiile în propria monedă națională, dar tranzacția de comerț sau de capital trebuie să fie facturată într-o singură monedă. Dacă, de exemplu, un exportator japonez vinde automobilul Toyota unui importator francez, vânzătorul japonez va întocmi factura pentru cumpărătorul francez în yeni japonezi, franci francezi sau într-o altă valută terță, așa cum este dolarul american. Valuta trebuie, astfel, să fie considerată ca parte a tranzacției. Oricare ar fi valuta utilizată, unul sau mai mulți dintre participanții la piața valutară trebuie să transfere puterea de cumpărare asupra sau de la propria monedă națională. Dacă tranzacția se efectuează în yeni, importatorul francez trebuie să cumpere yeni contra franci francezi. Dacă tranzacția se efectuează în franci francezi, atunci exportatorul japonez trebuie să vândă francii francezi și să primească yeni japonezi. Dacă tranzacția se efectuează în dolari americani, importatorul francez trebuie să schimbe francii francezi contra dolari americani, iar exportatorul japonez trebuie atunci să schimbe dolarii americani contra yeni japonezi. Piața valutară oferă mecanismul prin care se desfășoară aceste transferuri ale cumpărării de putere.
- *Acordarea unor credite.* Întrucât mișcarea mărfurilor dintre țări presupune timp, mărfurile aflate în tranzit trebuie să fie finanțate. În cazul amintit mai sus, vânzarea automobilului Toyota, o anumită parte trebuie să finanțeze automobilele în timp ce acestea sunt transportate spre Franța sau sunt cotate de către dealerii Toyota din Franța, înaintea vânzării finale a acestora unor clienți. Timpul în care se efectuează transportul poate dura de la câteva zile, săptămâni, până la câteva luni, în funcție de felul în care se efectuează transportul mărfurilor. Exportatorul japonez poate acorda un credit furnizor importatorului francez, credit care să fie sau nu purtător de dobândă. În mod alternativ, importatorul francez poate să achite în numerar contravaloarea transportului din Japonia. Piața valutară oferă și o a treia sursă de creditare.
- *Minimizarea riscului valutar* Atât importatorul francez, cât și exportatorul japonez doresc ca tranzacția să se deruleze fără riscuri rezultate din fluctuațiile de curs valutar. Fiecare parte la tranzacție preferă să câștige un profit normal, fără expunerea la o schimbare neașteptată în profitul anticipat, datorită unor schimbări intervenite în cursurile valutare. Piața valutară oferă unele facilități cum ar fi «hedging-ul» valutar în vederea transferării riscului valutar asupra unei alte persoane.

În literatura de specialitate, sunt descrise două feluri de piețe valutare: *piețele caracteristice*, care sunt piețele principale, reprezentative, pe care se comercializează valutele convertibile și *piețele secundare*, necharacteristice, pe care se tranzacționează valutele neconvertibile.

În același timp, literatura de specialitate face diferențierea între *piețele valutare naționale* și *piețele valutare internaționale*. Suportul existenței, funcționării și dezvoltării pieței valutare internaționale îl constituie piețele valutare naționale. Piața valutară națională cuprinde ansamblul relațiilor care se formează între persoane fizice și juridice privind cumpărarea și vânzarea de valute,

instituțiile specializate în aceste operațiuni, precum și normele și reglementările care facilitează efectuarea acestor tranzacții.

Ca structuri naționale, piețele valutare sunt supuse legislației din țările lor, autoritățile monetare exercitând politica valutară subordonată intereselor economice și financiare ale țărilor respective.

Piața valutară internațională concentrează, în mod sintetic, oferta și cererea de valută la nivel internațional. Piața valutară internațională cuprinde totalitatea piețelor valutare naționale pe care sunt permise astfel de tranzacții, în interdependența lor.

Factorii care au determinat dezvoltarea pieței valutare naționale și, ulterior, a pieței valutare internaționale sunt, în principal:

1. *factorii economici* cum ar fi:

- dezvoltarea relațiilor de comerț exterior cu necesitatea convertirii încasărilor valutare din export în alte valute pentru efectuarea plății importurilor;
- dezvoltarea comerțului invizibil, a turismului, transporturilor internaționale, asigurărilor internaționale a antrenat necesitatea mișcării de valute între țări;
- mișcările de capital, fie sub forma investițiilor directe, fie sub forma investițiilor de portofoliu, a însemnat preschimbarea monedei naționale în valuta țării spre care au loc mișcările de capital;
- repatrierea banilor investiți presupune convertirea lor în moneda națională sau în altă valută;

2. *factorii tehnici* cum ar fi: efectuarea plăților internaționale prin transferuri bancare, realizându-se numai prin virarea scriptică a banilor dintr-un cont în altul; generalizarea legăturilor prin telefon, telex, Swift, e-mail etc. a condus la realizarea cu rapiditate și în “timp real” a operațiunilor cu toate centrele financiare de pe glob;

3. *mutațiile de natură monetară și financiară* au determinat lărgirea pieței valutare, piețele valutare naționale au devenit în scurt timp o componentă importantă a politicii valutare a statelor;

4. *aparitia pieței eurovalutelor etc..*

2.1.2. Organizarea pieței valutare

Ca urmare a dezvoltării comerțului internațional și, implicit, a schimbului valutar, piața valutară a ocupat după anii '70 centrul atenției, fiind obiectul unor dezbateri, comentarii și analize teoretice. Astfel, ancheta publicată în februarie 1990³ releva:

- ⇐ operațiunile la vedere dețineau 56 la sută din totalul tranzacțiilor desfășurate pe piața valutară;
- ⇐ volumul anual al tranzacțiilor reprezenta în medie de trei ori volumul comerțului internațional.

³ BRI – Survey of Foreign Exchange Market Activity.

În ceea ce privește repartizarea pe centre financiare, ancheta releva că pe primul loc se situa Londra, urmat de New York și Tokyo. În Europa continentală, pe primul loc se afla Zürich, apoi Paris.

În toate centrele financiare ale lumii, operațiunile de schimb se desfășoară fără întrerupere, 24 de ore din 24 de ore. În vederea funcționării continue a pieței valutare, sunt utilizate marile rețele de transmitere a informației cum ar fi: SWIFT (Society for Worldwide International Interbank Telecommunication), REUTERS, TELERATE, GLOBEX și BLOOMBERG.

Banca Internațională a Reglementelor împreună cu unele bănci centrale întocmesc o situație privind activitatea de tranzacționare valutare la fiecare trei ani. Din situația întocmită în aprilie 1995, s-a constatat că valoarea încasărilor valutare nete de pe piețele valutare ale lumii pe zi de lucru s-a cifrat la 1,190 miliarde dolari americani, față de 820 miliarde dolari americani în 1992 și, respectiv, față de 590 miliarde dolari americani în anul 1989⁴.

În unele centre, piața este organizată sub forma burselor de schimb specializate (Milano, Frankfurt, Paris).

În prezent, piața valutară a acoperit, din punct de vedere geografic, tot globul cu cursurile și valutele tranzacționate oriunde pe mapamond, în fiecare oră a fiecărei zile lucrătoare. Cea mai mare parte a tranzacțiilor din lume începe dimineața la Sydney și Tokyo, se mută apoi la Hong Kong și Singapore, trece apoi în Bahrain, se mută pe piețele europene de la Frankfurt și Londra, sare Oceanul Atlantic la New York, se duce spre vest la Chicago și se termină la San Francisco și Los Angeles. Piața cea mai lichidă este la începutul după-amiezei europene, când sunt deschise piața Europei și cea a Coastei americane de vest. Această perioadă de timp este cea mai bună pentru efectuarea unor ordine de valori foarte mari.

În cadrul țărilor cu monedă convertibilă, la început, piața valutară națională deservea cu prioritate nevoile pe structuri de valute, determinate de relațiile economice și financiare internaționale ale rezidenților. Formarea unor centre financiare puternice a făcut ca băncile situate în acele zone să efectueze vânzări și cumpărări de valută și în numele unor persoane, instituții, guverne etc.

Piața valutară internațională, deși structurată pe piețele valutare naționale, este clar delimitată de acestea. Principala deosebire constă în faptul că, în timp ce pe piața valutară națională băncile efectuează vânzări și cumpărări de valute contra monedă națională, în cazul pieței valutare internaționale, aceleași bănci derulează operațiuni ce au ca obiect o valută care este străină, atât pentru ele, cât și pentru solicitantul operațiunii respective. De exemplu, pe piața Londrei, băncile efectuează operațiuni la cererea rezidenților (pe piața valutară națională), vânzând și cumpărând monede străine (dolarul american, francul elvețian, marca germană etc.) numai contra lire sterline. În același timp, la cererea rezidenților din alte țări (Olanda, Belgia, Franța), aceleași bănci efectuează operațiuni pe piața valutară internațională, vânzând și cumpărând monede străine contra monede străine pentru ambele părți sau numai pentru o parte contractantă (dolarul american contra francul elvețian, lira sterlină contra mărcii germane). O altă deosebire între cele două tipuri de piețe valutare constă în faptul că, pe piața valutară națională, cursul de schimb rămâne nemodificat pe parcursul unei zile de lucru bancare, în timp ce pe piața valutară internațională cursul de schimb la care se efectuează tranzacțiile este într-o permanentă mișcare.

⁴ Bank for International Settlements, op. cit. p. 3.

2.1.3. Participanții pe piața valutară

În cadrul unei piețe valutare naționale, constituită ca centru al pieței valutare internaționale, apar trei elemente⁵:

- participanții (Anexa 13);
- instituțiile specializate;
- instituțiile de supraveghere a pieței.

Participanții reprezintă ansamblul băncilor, firmelor, instituțiilor, persoanelor fizice etc. din țara respectivă, care ordonă direct sau prin intermediari efectuarea de către instituțiile specializate a operațiunilor de vânzare-cumpărare de valute în numele lor. Având în vedere că băncile reprezintă principalii participanți pe piața valutară, se poate spune că piața interbancară este piața băncilor și instituțiilor financiare autorizate prin legea bancară din diferite țări. În vederea efectuării operațiunilor de pe piața valutară, băncile trebuie să obțină autorizarea prealabilă de la autoritatea monetară din țara respectivă și să instaleze infrastructura adecvată.

Instituții specializate sunt, în general, băncile specializate în astfel de operațiuni. Pot fi incluse, de asemenea, bursele sau agenții de schimb valutar.

La nivelul acestor instituții se concentrează zilnic cererea și oferta de valute prin comenzile de schimb valutar adresate acestora. Structura de organizare și funcționare a pieței valutare, precum și numărul instituțiilor diferă de la țară la țară. Astfel, la Londra, piața valutară este constituită din circa 290 de bănci, care au dreptul să efectueze operațiuni de schimb valutar și 12 societăți de brokeri specializate în aceste operațiuni.

Operatorii specializați pentru piața valutară sunt persoane cu o pregătire profesională deosebită care lucrează la tablourile de schimb valutar. Acestea cuprind: unul sau două terminale care furnizează informații despre cursurile de schimb și ratele dobânzii; mai multe telefoane digitale; mai multe linii directe, un sistem de informare care redă imediat poziția băncii pentru fiecare deviză; un microordinator dotat cu programe de calcul.

Clientela privată nu poate interveni direct pe piața valutară, ci numai prin intermediul băncilor. Clientela privată include trei categorii de operatori: întreprinderile industriale și comerciale; instituțiile financiare care nu participă direct pe piață și persoanele fizice.

Curtierii dețin un rol important pentru serviciile de informare asupra pieței dar și un rol de intermediere. În calitate de intermediari, curtierii centralizează ordinele de vânzare sau cumpărare valută, provenite de la mai multe bănci.

Instituțiile de supraveghere sunt, în general, băncile centrale și ele îndeplinesc următoarele roluri:

- pe de o parte, urmăresc promovarea unei anumite politici valutare, în special în domeniul cursului valutar;
- pe de altă parte, asigură o joncțiune între tendințele pe plan internațional ale evoluției monedei naționale și politica valutar-națională;
- executarea ordinelor primite de la clientela proprie (bănci centrale străine, organisme internaționale etc.).

⁵ Negruș Mariana *Finanțarea schimburilor internaționale, politici-tehnici*, Editura Humanitas, București, 1991, p. 173.

După unii autori americani⁶, piața valutară este organizată pe două nivele: piața interbancară sau piața angrosistă și piața clientului sau piața detailistă. Pe cele două segmente ale pieței valutare operează cinci categorii de participanți și anume:

- ❖ bănci și dealeri valutare nebankari (aceștia operează pe ambele segmente ale pieței);
- ❖ persoane fizice și juridice (importatori și exportatori, investitori străini, companii multinaționale și de turism);
- ❖ arbitrajiști (obțin profitul din tranzacționarea de pe piață; ei operează în numele lor, fără a urmări deservirea clienților sau asigurarea unei continuități a pieței);
- ❖ bănci centrale și trezorerii (urmăresc obținerea sau cheltuirea rezervelor valutare ale țărilor lor, precum și influențarea cursului de schimb la care moneda lor națională este tranzacționată);
- ❖ brokeri valutare (sunt agenți care intermediază tranzacțiile dintre dealeri, fără ca aceștia să devină participanții principali la tranzacții).

▪
▪ ▪

Profitul obținut de bănci pe piața valutară este de natură comercială și de natură speculativă. În primul caz, profitul se obține din diferența dintre cursurile de cumpărare și de vânzare de pe piața interbancară. Cel de-al doilea tip de profit este obținut de bănci din operațiuni cu caracter speculativ, cu toate că băncile neagă implicarea lor în astfel de operațiuni.

Operațiunile cu caracter speculativ se încadrează în limitele impuse de conducerea băncilor, astfel:

- ❑ există o limită asupra poziției valutare a băncii la sfârșitul zilei, denumită în practica bancară “*poziție de report*” (overnight position), poziție care nu trebuie să depășească, după reglementările Băncii Naționale a României, 10 milioane de dolari;
- ❑ există o limită asupra *poziției valutare maxime* a băncii care poate fi atinsă în cursul zilei, denumită poziția intraday;
- ❑ *poziția valutară lungă* presupune un excedent de valută, care poate conduce la scăderea dobânzii sau cursului monedei în cauză;
- ❑ *poziția valutară scurtă* presupune inversul poziției de mai sus.

2.1.4. Operațiunile specifice pieței valutare

Efectuarea operațiunilor pe piața valutară presupune următoarele:

- 📄 existența în cont sau în numerar și a unui disponibil exprimat într-o valută;
- 📄 titularul disponibilului în valută poate solicita unei instituții specializate vânzarea sumei respective și cumpărarea unei sume echivalente exprimată într-o altă valută;
- 📄 operațiunea de vânzare-cumpărare valută se efectuează la cursul pieței;
- 📄 instituția specializată va prelua suma din contul titularului și îi va vira acestuia suma echivalentă în valuta solicitată.

⁶ Eiteman D, Stonehill A., Mofferr M. *Multinational Business Finance*, eighth edition, Addison – Wesley Publishing Company.

Pe piețele valutare se realizează o multitudine de operațiuni⁷, care pot fi clasificate astfel în funcție de:

- natura lor – operațiuni la vedere și la termen;
- scopul urmărit – operațiuni de arbitraj, speculație sau acoperire;
- gradul lor de complexitate – operațiuni simple, de swap.

♦ *Operațiunile la vedere (spot)* sunt operațiunile cu livrarea imediată a valutei; de obicei, aceste operațiuni sunt reglate cel târziu a doua zi lucrătoare de la data încheierii tranzacției. Astfel, operațiunile efectuate luni sunt tratate la valoarea din ziua de miercuri, iar cele de vineri, la valoarea din ziua de marți, deoarece zilele de odihnă sau sărbători nu contează. Aceste operațiuni se efectuează la cursul zilei, denumit *curs la vedere (spot)*. Operațiunile la vedere permit ca într-un interval de timp scurt să se “scape” de o valută slabă, procurându-se o valută forte.

Un caz tipic de tranzacție la vedere de pe piața valutară implică o bancă americană într-o zi de luni pentru transferarea a 10,000,000 lire sterline în contul unei bănci din Londra. Dacă cursul de schimb la vedere era \$1.6984/lira sterlină, banca americană ar trebui să transfere miercuri 10,000,000 lire sterline băncii din Londra, iar banca din Londra ar trebui să transfere în același timp suma de \$16,984,000 băncii americane.

♦ *Operațiunile la termen* sunt operațiunile în care livrarea valutei se face la o anumită dată în viitor. Aceste operațiuni pot fi *simple (outright)*, când se efectuează o operațiune de vânzare-cumpărare la termen singulară sau *complexe (swap)*, când vânzarea-cumpărarea la termen este combinată cu vânzarea-cumpărarea la vedere. Operațiunile la termen sunt inițiate de solicitanți, fie în scopul acoperirii riscului valutar, fie în scop speculativ. Deși contractele la termen sunt destul de importante pentru companiile multinaționale, ele reprezintă un procent mic din volumul total al comerțului. În conformitate cu același studiu elaborat de Banca Internațională a Reglementelor, contractele la termen simple reprezentau numai 8,5 la sută din toate tranzacțiile valutare.

Pe piața la termen, operatorii contractează angajamente de vânzare și cumpărare de monedă, la un curs fixat în momentul tranzacției, livrarea și plata urmând a se efectua la o dată ulterioară, fixată în momentul efectuării angajamentului. Termenele la care sunt efectuate tranzacțiile sunt diferite, mergând de la 3 la 7 zile, apoi 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 luni și 2, 3, 5 ani.

Toate valutele convertibile se pot tranzacționa la termen, pentru scadențe între 3 și 6 luni. Valute de importanță mai mică (francul belgian, shilingul etc.) nu pot fi tranzacționate pentru scadențe mai mari (12, 24 luni). Pentru scadențe care depășesc 2 ani, se negociază la termen numai dolarul american, marca germană, yenul, francul elvețian și lira sterlină.

Operațiunile la termen se efectuează direct de la bancă la bancă sau prin intermediul curtierilor și nu sunt niciodată cotate la bursă.

♦ O operațiune mai sofisticată este tranzacția numită “forward-forward swap”. Astfel, un dealer vinde la termen o sumă în valoare de 20,000,000 lire sterline contra dolari americani, cu livrare, de exemplu, la două luni la \$1,6820/lira sterlină și, în mod simultan, cumpără la termen 20,000,000 lire sterline cu livrarea în trei luni la \$ 1,6820/lire sterline. Diferența dintre prețul de cumpărare și cel de vânzare este echivalentă cu rata dobânzii diferențiată între cele două valute. Astfel, o operațiune de 3 swap poate fi privită ca o tehnică de împrumutare a altei valute pe o bază colateralizată. 48 la sută din aceste operațiuni sunt operațiuni de swap.

⁷ Aceste tipuri de operațiuni vor fi tratate mai amplu în Capitolul 6 intitulat “Tranzacțiile pe piața valutară”.

2.2. Piața monetară

2.2.1. Politica economică, politica monetară: concepte

Politica economică reprezintă ansamblul deciziilor autorităților publice în scopul orientării activității economice într-un sens considerat dezirabil de către o națiune (statul decide să majoreze deficitul bugetar în vederea susținerii utilizării forței de muncă; statul fixează norme de creștere a prețurilor și veniturilor pentru a limita inflația etc).

În vederea realizării obiectivelor politicii economice, se folosesc numeroase instrumente de intervenție, cum ar fi:

- controlul direct (prețuri, salarii etc.);
- politicile financiare (bugetară, fiscală, monetară etc.).

În cadrul instrumentelor de intervenție indirectă, politica monetară reprezintă instrumentul cel mai des utilizat.

Piața monetară este o piață a circulației capitalurilor pe termen scurt sub formă bănească.

Piața monetară cuprinde ansamblul relațiilor care se formează în domeniul atragerii și plasării fondurilor pe termen scurt până la un an. La baza dezvoltării acestor relații stau anumite reglementări emise de băncile centrale, bănci care urmăresc sever desfășurarea operațiunilor pe aceste piețe. În acest context, putem considera că *politica monetară reprezintă ansamblul măsurilor luate prin Banca Centrală sau autoritățile monetare pentru a exercita o anumită influență asupra dezvoltării economiei sau pentru a asigura stabilitatea prețurilor și a cursului de schimb*. Piața monetară constituie o componentă a politicii monetare și financiare dintr-o țară. Pe piețele monetare, instituțiile specializate (băncile, brokerii) atrag, sub forma depunerilor, fondurile disponibile pe termen scurt și, în paralel, acordă credite pe termen scurt, de regulă, până la un an. Tot în cadrul acestei piețe, sunt efectuate operațiuni cu active financiare cu scadențe scurte (cambii, bilete la ordin, bonuri de tezaur, certificate de depozit și alte efecte). Tot în cadrul pieței monetare sunt incluse și operațiunile de scontare și rescontare a titlurilor de credit.

Realizarea obiectivelor politicii monetare se efectuează în strânsă legătură cu coordonatele politicii economice. Se poate afirma că obiectivele finale ale politicii monetare coincid cu acelea ale politicii economice generale, adică: stabilitatea prețurilor, echilibrul balanței de plăți, creșterea economică etc.

2.2.2. Obiectivele politicii monetare

Obiectivul fundamental al politicii monetare îl reprezintă asigurarea stabilității prețurilor.

În plus, se mai întâlnesc și obiective intermediare ale politicii monetare, obiective care sunt considerate obiective specifice politicii monetare.

Pricipalele obiective monetare intermediare sunt:

- *obiectivele cantitative (agregatele monetare);*
- *rata dobânzii;*
- *cursul de schimb.*

Alegerea unui tip de obiectiv depinde de importanța relativă a factorilor care determină atitudinea autorităților monetare:

- ☞ căile de control și intervenție oferite de cadrul instituțional – în acest domeniu, au importanță două elemente: rolul atribuit politicii bugetare și prioritatea acordată mecanismelor de piață;
- ☞ structura financiară a economiei;
- ☞ factorii externi;
- ☞ amploarea datoriei și deficitul public;
- ☞ structura și influența sectoarelor nefinanciare.

Principalele tipuri de agregate care constituie obiective ale politicii monetare sunt:

- ☞ *agregate ale masei monetare;*
- ☞ *agregate ale monedei băncii centrale sau bazei monetare;*
- ☞ *agregate ale finanțării sau îndatorării.*

În primul caz, cel al *agregatelor monetare*, sunt luate în considerare agregatele monetare în sens larg (M3,L) sau restrâns (M1, M2). Acțiunea prin cantitatea de monedă este o acțiune asupra structurii patrimoniului financiar, în scopul de a reduce indirect cererea de bunuri și servicii și anticipațiile inflaționiste.

Modelele econometrice integrează influența *ratei dobânzii* asupra venitului, economisirii și investiției. Din acest punct de vedere, se poate presupune că rata dobânzii constituie un obiectiv intermediar al politicii economice în vederea atingerii nivelului de activitate și de prețuri căutate.

În prezent, autoritățile unor țări folosesc ratele dobânzilor pe termen scurt drept obiectiv intermediar, lăsând cantitatea de bani să-și găsească punctul de echilibru, iar piața să-și găsească dobânda de echilibru.

Deschiderea tot mai pronunțată a piețelor, precum și internaționalizarea acestora au adus tot mai mult *cursul de schimb al monedei naționale* în atenția autorității din fiecare țară. În cazul cursului de schimb sunt definite ca obiective: flotarea pură, apărarea unei parități în cadrul sistemului cursurilor de schimb, fixarea unui obiectiv în termenii cursului de schimb real (flotarea administrativă, revalorizarea sau devalorizarea controlată în funcție de divergențele ratei inflației).

Un eveniment major, care a influențat și va continua să influențeze obiectivele intermediare ale politicii monetare din spațiul european, l-a constituit apariția monedei unice europene la data de 1 ianuarie 1999. Cele 11 țări care au renunțat la moneda lor națională în favoarea Euro vor avea mai puține probleme de curs valutar, întrucât majoritatea tranzacțiilor comerciale (inclusiv a celor de capital) se vor derula în interiorul zonei Euro.

2.2.3. Instrumentele politicii monetare

a) Instrumentele pieței monetare, privite din punctul de vedere al balanței de plăți, sunt *titluri financiare creatoare de datorie cu scadență de un an sau mai puțin*. Aceste instrumente pe termen scurt conferă în general deținătorilor dreptul necondiționat de a primi la scadență o sumă dinainte stabilită. Instrumentele pieței monetare sunt emise și comercializate pe piețe organizate la o valoare mai mică decât valoarea de răscumpărare la scadență, diferența reprezentând taxa scontului. Veniturile deținătorilor de asemenea instrumente provin mai curând din valoarea scontată, decât din

dobânda pe care o încasează. Instrumentele care au caracteristicile necesare pentru a fi incluse pe piața monetară, dar au scadență mai mare de un an sunt încadrate la obligațiuni și bilete.

Instrumentele negociabile pe termen scurt, care furnizează investitorilor venituri din dobânzi și nu din scontare, sunt considerate instrumente ale pieței monetare.

Instrumentele pieței monetare includ bonuri de tezaur, efecte comerciale și scrisori de garanție bancară, certificate de depozit pe termen scurt negociabile și bilete pe termen scurt emise în concordanță cu facilitățile de emisiune a biletelor, chiar dacă aceste facilități privesc în general instrumentele pe termen lung. În contul financiar al balanței de plăți sunt înregistrate ca intrări tranzacțiile legate de emiterea, cumpărarea, vânzarea și răscumpărarea instrumentelor pieței monetare și contravaloarea dobânzii acumulate dar neajunsă la scadență, aferentă acestor instrumente.⁸ “Cumpărarea” și “vânzarea” instrumentelor pieței monetare emise în cadrul acordurilor de răscumpărare (REPO) nu sunt înregistrate ca tranzacții cu instrumente ale pieței monetare. Aceste acorduri reprezintă împrumuturi colateralizate și sunt înregistrate în **contul financiar** la poziția *alte investiții - împrumuturi acordate*.

O facilitate de emisiune a biletelor (NIF) o reprezintă o formă de credit revolving constând în emiterea periodică de titluri de către o întreprindere atunci când aceasta are nevoie de fonduri.⁹ NIF reprezintă acorduri pe termen lung în cadrul cărora o întreprindere (în general o bancă) sau un grup de întreprinderi subscriu bilete emise de o altă întreprindere. Biletele sunt în general instrumente pe termen scurt. Subscriptorii cumpără toate biletele care nu pot fi vândute pe piață. Pentru serviciile lor, subscriptorii primesc dobânda aferentă biletelor pe care le cumpără cât și comision.

Din punctul de vedere al balanței de plăți, NIF reprezintă o facilitate limitată, care nu generează nici o intrare în **contul financiar**. În schimb, comisioanele plătite subscriptorilor se înregistrează în **contul curent** la poziția *servicii financiare*. În balanța de plăți sunt înregistrate ca tranzacții financiare numai emiterea biletelor, comercializarea ulterioară și răscumpărarea acestora. Biletele cumpărate de subscriptori sunt tratate de aceștia ca orice investiție.

b) Instrumentele de politică monetară utilizate sunt:

- *Instrumentele și tehnicile de intervenție directă sau reglementări bancare* sunt măsuri care îi vizează pe consumatorii de credite, precum și pe destinatarii finali de monedă. În această categorie intră contingentarea (limitarea) creditelor bancare sau finanțării, limitarea (restricționarea) depozitelor remunerate, controlul valutar (împrumuturi externe autorizate, piața valutară dublă, piața devize-titluri, reglementarea poziției externe a băncilor), rezervele obligatorii asupra depozitelor nerezidenților și nivelul ratelor, intervențiile pe piața valutară, precum și fixarea administrativă a unor rate ale dobânzilor la credite sau la depozite (rate debitoare sau creditoare).
- *Instrumentele și tehnicile de intervenție indirectă*, utilizate de către banca centrală în relațiile cu băncile și alți operatori financiari; aceste instrumente nu îi vizează direct pe agenții economici nefinanciari – populația, întreprinderile. În această categorie intră instrumentele care permit controlul costului sau al cantității de monedă centrală. Principalele instrumente de acțiune asupra monedei centrale sunt: operațiunile pe piață și

⁸ Pentru multe dintre titlurile pe termen scurt, venitul din dobânzi se acumulează și este plătit - fie ca diferență între valoarea la scadență și prețul de emisiune, fie prin intermediul cuponului - în aceeași perioadă contabilă. De aceea, în practică, în cazul instrumentelor pieței monetare înregistrarea dobânzii aproximează destul de bine valoarea obținută prin metoda “datorat la plată” pe baza căreia se înregistrează venitul din investiții.

⁹ Facilitățile de emisiune a biletelor mai sunt cunoscute și sub alte denumiri cum ar fi facilități de subscriere revolving.

oferte de monedă cu rate variabile pe piața monetară și financiară; rescontare (plafonare, rata scontului), avansurile acordate statului și băncilor pe titluri financiare (plafonare, rată); operațiuni de swap (deveze contra monedă națională), rezervele obligatorii asupra depozitelor și creditelor.

Instrumentele intervenției indirecte sunt utilizate pentru controlul indirect asupra ofertei de monedă, limitând, pentru intermediarii monetari, accesul la lichiditatea Băncii Centrale.

În orice stat, băncile centrale acționează asupra băncilor comerciale pe trei căi principale:

1. *mecanismul scontului;*
2. *operațiunile pe piața monetară (“open market”);*
3. *rezervele obligatorii.*

1. *Scontul* a reprezentat primul instrument utilizat în politica monetară. Dobânda pentru operațiunile de scont, denumită *taxa oficială a scontului*, era stabilită discreționar de autoritatea monetară dintr-o țară, iar volumul creditului acordat prin intermediul acestui mecanism era mai puțin administrat. Taxa oficială a scontului reprezenta cea mai mică dobândă activă practică pe piața creditului și dădea o indicație cu privire la orientarea politicii monetare.

Mecanismul scontului funcționa astfel: banca centrală ridică nivelul taxei scontului peste nivelul de pe alte piețe financiare. În acest caz, deținătorii de valute (din țara debitoare) nu și le retrăgeau și, în același timp, datorită nivelului ridicat al taxei scontului față de alte piețe, erau atrase noi disponibilități valutare. Dacă țara în cauză avea o balanță excedentară, se înțelege că ea reducea taxa scontului, determinând, în acest fel, retragerea de pe piața națională a disponibilităților valutare, concomitent cu oprirea intrării din afară de noi disponibilități.

De fapt, ridicarea taxei scontului însemna scumpirea creditului și, în consecință, conducea la reducerea cererii de lichidități adresată băncilor centrale și diminuarea cererii de monedă.

Fenomenul invers, adică ieftinirea taxei scontului, majora cererea de lichidități.

Întrucât scontul era un mecanism rigid, care risca să genereze prea multă lichiditate atunci când taxa scontului era prea mică în raport cu dobânda pieței și invers, scontul și-a pierdut treptat, începând cu anii '70, din importanță, rămânând în prezent un mecanism cu rol marginal în majoritatea țărilor europene.

2. Locul scontului ca instrument principal de politică monetară a fost luat, în ultimele decenii, de *operațiunile pe piața monetară (“open market”)*. Acestea au fost favorizate de creșterea rapidă a datoriei publice în principalele țări industrializate, titlurile de stat devenind un instrument cu lichiditate ridicată și cu risc minim.

Caracteristica esențială a operațiunilor de open market este că ele se realizează la o rată a dobânzii stabilită de piață, unde banca centrală intervine cu ordinele sale ca oricare alt operator. Efectele sunt următoarele: când banca centrală cumpără titluri de stat, crește lichiditatea în sistem, ceea ce conduce la diminuarea dobânzii pe piață și la creșterea randamentului obligațiilor. Reducerea dobânzii și creșterea lichidității au drept efect deprecierea monedei țării în cauză. Când banca centrală vinde titluri de stat, efectele sunt inverse.

Deci, prin vânzările de titluri pe piață, banca centrală absoarbe excesul de lichiditate, iar prin cumpărări de titluri, aceasta poate să completeze lichiditatea. Altfel spus, prin această metodă banca centrală acționează direct asupra capitalului, influențând disponibilitățile lichide de pe piața monetară, creditul și dobânda.

3. *Rezervele obligatorii* acționează direct asupra lichidității băncilor și costului finanțării lor, și indirect asupra comportamentului lor în acordarea creditelor, precum și asupra agregatelor monetare.

În sens strict, rezervele obligatorii reprezintă obligația de a deține monedă centrală (depozite la banca centrală), calculată, de regulă, pe baza unui volum al activelor exigibile.

Mecanismul rezervelor obligatorii ale băncilor comerciale la banca centrală are un dublu scop: *prudențial și monetar*. *Rolul prudențial* constă în a asigura populația că băncile dispun oricând de suficientă lichiditate pentru a face față ordinelor depunătorilor. *Rolul monetar* este de a limita capacitatea băncilor comerciale de a multiplica depozitele clienților, deci de a “crea monedă” în afara băncii centrale. Este cunoscut că rata rezervelor obligatorii este invers proporțională cu multiplicatorul depozitelor.

De regulă, rezervele obligatorii se stabilesc procentual asupra resurselor atrase de băncile comerciale. Ratele sunt mai mari pentru componentele mai lichide și mai reduse pentru cele mai puțin lichide.

Rezervele obligatorii sunt fie nepurtătoare de dobândă, fie purtătoare ale unor rate semnificativ mai mici decât cele ale pieței, ele reprezentând o formă indirectă de impozit.

În ultimii ani, rezervele obligatorii și-au pierdut treptat din importanță, atât pentru rolul lor prudențial, cât și pentru cel monetar. Rolul prudențial a fost luat de rata adecvării capitalului și de evaluarea exigentă a activelor riscante.

2.3. Regimul valutar

2.3.1. Regimul valutar, politica valutară: concepte

În general, *regimul valutar* poate fi definit ca un ansamblu de principii, reguli și norme de procedură instituite de un stat cu privire la: plățile în valută aferente operațiunilor de comerț exterior și operațiunilor necomerciale, cursul de schimb al monedei naționale, rezerva valutară a statului, circuitul aurului și al metalelor prețioase. Regimul valutar reprezintă o formă de concretizare a politicii valutar – financiare a statului respectiv.

Prin *politică valutară* (politica monetară externă) se înțelege totalitatea mijloacelor, tehnicilor și procedurilor utilizate de către autoritățile monetare ale unui stat, prin care se acționează asupra circuitelor monetare pe plan național și în relațiile cu alte țări, în scopul influențării gradului de stabilitate al monedei naționale în raport cu diversele valute, precum și în scopul menținerii echilibrului dinamic al balanței de plăți.

Ca parte integrantă a politicii economice, politica monetară externă a unei țări se află într-o strânsă interdependență cu politica monetară internă și cu celelalte componente ale politicii economice: politica comercială, politica fiscală, politica prețurilor. Obiectivele politicii valutare ale țărilor dezvoltate diferă de obiectivele politicii valutare ale țărilor în curs de dezvoltare, diferențiere generată de poziția monetară a țărilor dezvoltate, de distribuția asimetrică a lichidităților internaționale, de insuficiența dezvoltare a sistemului bancar etc.

Corelat cu politica monetară internă, politica monetară externă în țările cu monedă convertibilă urmărește să influențeze conjunctura valutară în care evoluează moneda națională în vederea menținerii stabilității și puterii de cumpărare a acesteia. Prin politica valutară se urmărește modificarea situației balanței de plăți în sensul relaxării constrângerilor externe.

În țările cu monedă neconvertibilă, politica valutară urmărește întărirea puterii de cumpărare a monedei naționale, sporirea competitivității mărfurilor autohtone, menținerea soldului balanței de plăți între limitele favorabile expansiunii economice.

2.3.2. Tipuri de regimuri valutare

În fiecare stat, guvernul decide ce politică trebuie adoptată în ceea ce privește cursul de schimb valutar. De obicei, politica de bază adoptată se referă la regimul cursului de schimb. Se cunosc patru mari tipuri de regimuri valutare, și anume:

- ♦ *regimul valutar al cursurilor flexibile sau fluctuante* (flexible or floating exchange rates);
- ♦ *regimul valutar al cursurilor fixe sau legate* (fixed or pegged exchange rates);
- ♦ *regimul valutar al cursurilor cu fluctuare dirijată* (managed floating exchange rates);
- ♦ *regimul valutar al cursurilor controlate*.

În plus, în prezent se mai întâlnesc și cazuri intermediare sau combinate de regimuri valutare, pornindu-se de la cele mai rigide către cele mai flexibile. Acestea sunt:

- *uniunea monetară* (currency union) sau *dolarizarea* (adoptarea unei valute ca monedă națională - este cazul Ecuadorului). Uniunea monetară permite utilizarea aceleiași monede în raporturile cu alte membre ale Uniunii (exemplu: Euro);
- *consiliul monetar* (currency board) permite schimbul valutar legal al monedei interne contra unei valute străine anume la un curs de schimb fix. Consiliul monetar este singura instituție monetară care emite monedă națională, acesta preluând atribuțiunile băncii centrale în domeniul emisiunii. Cursul de schimb se fixează prin lege în raport cu o altă monedă. Printre țările care au introdus consiliul monetar amintim: Hong Kong (1983); Argentina (1991); Estonia (1992); Lituania (1994); Bulgaria (1997); Bosnia-Herzegovina (1998). Introducerea consiliului monetar se poate realiza în țările care dispun de rezerve valutare adecvate, disciplină fiscală, de un sistem financiar puternic și bine supravegheat.
- *curs târâtor sau paritate glisantă* (crawling peg); în acest caz, cursul de schimb fix se determină în raport de un etalon, care se poate modifica discreționar. În felul acesta, cursul de schimb se poate utiliza ca o ancoră nominală.
- *bande de fluctuare* (target zones, bands); în acest caz, cursul de schimb variază în interiorul unui coridor preanunțat.
- *flotare liberă, independentă*; în acest caz, banca centrală nu intervine pe piață, cursul de schimb se stabilește prin compararea cererii și ofertei de valută.

La sfârșitul lunii septembrie 1999¹⁰, aranjamentele valutare ale țărilor membre ale Fondului Monetar Internațional se prezentau după cum urmează: 8 țări membre aveau consiliu monetar; 44 de țări aveau cursuri legate (peg); 7 țări aveau bandă orizontală de fluctuare; 5 țări dețineau o paritate glisantă; 7 țări înregistrau o bandă glisantă; 26 de țări aveau o flotare controlată a cursului de schimb; 51 de țări înregistrau o flotare liberă (independentă) și 37 de țări membre nu dețineau o monedă națională separată.

¹⁰ Fondul Monetar Internațional *Exchange rate regime Overview & Policy Issues /2000*.

Cel mai simplu regim valutar este **regimul valutar al cursurilor flexibile sau fluctuante**.

Începând cu anii '70, a existat în lume tendința de utilizare a cursurilor de schimb flexibile. În baza regimului valutar al cursurilor flexibile sau fluctuante, cererea și oferta pentru fiecare valută de pe piața valutară au determinat cursul de schimb. Piața valutară se caracteriza prin competitivitate, deoarece milioane de persoane fizice și companii participau pe această piață, valuta era o marfă omogenă, informațiile de pe piață erau bune, intrările și ieșirile de pe piața valutară nu erau restricționate. Piața valutară existentă în condițiile unui regim flexibil funcționează ca o piață pentru orice altă marfă, și anume: prețul (cursul de schimb) se mișcă până la nivelul la care se realizează un echilibru între cantitatea cerută și cea oferită. În cazul pieței valutare, marfa în discuție este un activ sub forma unui depozit bancar exprimat într-o valută. Cursul de schimb se ajustează până când depozitul exprimat în valută deținut de o persoană fizică (pe baza parității dobânzii) egalizează cantitatea disponibilă de valută.

⊙ Exemplu

Să presupunem că există un curs de schimb de echilibru între dolarul american și lira sterlină. Dacă, însă, cursul de schimb este superior cursului de echilibru, persoanele fizice doresc să dețină mai puține depozite exprimate lire sterline. Excesul de valută duce la scăderea prețului, ceea ce determină persoanele fizice să ofere spre vânzare depozitele exprimate în lire sterline și să cumpere depozite exprimate în dolari americani.

În cazul în care cursul de schimb este sub nivelul cursului de echilibru, persoanele fizice doresc să dețină mai multe depozite exprimate lire sterline. Lipsa valutei determină creșterea prețului, ceea ce determină persoanele fizice să cumpere depozitele exprimate în lire sterline contra depozite exprimate în dolari americani.

În condițiile existenței unui regim valutar cu cursuri de schimb flexibile, mecanismul de determinare a prețului servește la egalizarea cantității totale de valută cerută cu cantitatea totală de valută oferită.

Prin implementarea regimului valutar al cursurilor flexibile sau fluctuante s-a urmărit:

- ⇐ formarea unor cursuri de schimb reale, prin jocul liber al cererii și ofertei pe piața valutară, fără intervenții administrative;
- ⇐ eliminarea atacurilor speculative;
- ⇐ crearea unei independențe monetare;
- ⇐ realizarea unei ajustări automate la șocurile externe, fără corecții brutale;
- ⇐ reducerea rolului băncii centrale întrucât cursurile urmau să se stabilească în mod spontan etc..

Regimul valutar al cursurilor de schimb fluctuante se caracterizează printr-o flotare “pură” (curată), care presupune ajustarea automată a cererii și ofertei particulare de valută.

De fapt, cursurile de schimb flexibile au fost rare până la începutul anilor '70. În locul acestora, băncile centrale din majoritatea țărilor utilizau **cursurile de schimb fixe sau legate** pentru monedele lor naționale. Această practică a funcționat la fel cu cea prin care se fixa prețul oricărei mărfi. Cererea și oferta de valută exista încă, dar nu se permitea celor două variabile să stabilească cursul de schimb, așa cum se întâmpla în cazul regimului valutar cu cursuri flexibile. Băncile centrale (așa cum sunt: US Federal Reserve, Banca Angliei, Bundesbank din Germania sau Banca Japoniei) trebuiau să fie pregătite pentru a absorbi orice excedent de valută cerută sau oferită în vederea menținerii unui curs de schimb legat.

◎ Exemplu

Să presupunem că guvernul Statelor Unite ale Americii dorește să fixeze cursul de schimb între dolarul american și lira sterlină la valoarea “e1”. La valoarea “e1”, cantitatea de lire sterline oferită depășește cantitatea cerută. Prețul ridicat al dolarului face ca depozitele exprimate în dolari să fie mai atractive decât cele exprimate în lire sterline. De aceea, cantitatea de lire sterline cerută este mai mică. Excedentul de lire sterline de pe piața valutară la valoarea “e1” creează tendința de scădere a cursului (deprecierea lirei sterline față de dolarul american), ceea ce face ca persoanele fizice să încerce să vândă depozitele exprimate în lire sterline pentru cele exprimate în dolari.

În cazul cursurilor de schimb fixe sau legate, se pot exemplifica *cursurile fixe stabilite în raport cu o altă monedă* (țările din Africa Centrală și de Vest își stabileau cursul în funcție de francul francez, alte țări în funcție de dolarul american etc.); *cursul de schimb fix stabilit în funcție de un coș valutar* (este specific țărilor care înregistrează un comerț exterior diversificat, ponderea monedelor în coșul valutar ținând seama de importanța tranzacțiilor externe cu fiecare țară); *cursul fix ajustabil* (aranjamentul valutar al sistemului Bretton Woods) etc.

Utilizarea cursurilor de schimb fixe prezintă următoarele avantaje:

- reduce costurile tranzacțiilor, precum și riscul valutar;
- elimină deprecierea sau aprecierea competitivă;
- furnizează o ancoră nominală credibilă politicii monetare, politică orientată, în principal, către scopurile principale ale politicii interne;
- comerțul internațional și fluxurile de capital sunt stimulate de siguranța mare a prețurilor mărfurilor străine.

Alegerea unui regim valutar adecvat este o problemă dificilă, întrucât nu toate țările pot beneficia de același regim valutar. Alegerea unui anumit tip de regim valutar se face în funcție de anumite criterii:

- ♦ caracteristicile structurale ale economiei (acestea fac ca o țară să fie mai potrivită pentru regimul valutar al cursurilor fixe decât al celor flexibile): gradul ridicat de deschidere a economiei, factorul de mobilitate, flexibilitatea salariilor și prețurilor, mecanismul redistribuirii fiscale, diversificarea producției, dezvoltarea financiară;
- ♦ natura șocurilor la care o economie poate fi expusă: nominală sau reală, internă sau externă, temporară sau permanentă, simetrică sau asimetrică;
- ♦ funcționarea obiectivă a autorităților naționale care constă în: stabilitatea producției reale, competitivitatea balanței de plăți, stabilitatea prețurilor, inflația, obiectivele politice (cum ar fi dorința de integrare);
- ♦ alte considerente: credibilitatea politicii monetare, adecvarea rezervelor valutare, întărirea și reglementarea sistemului financiar etc.

Cursurile fixe pot fi menținute pe termen lung numai dacă sunt îndeplinite anumite condiții economice, cum ar fi de exemplu competitivitatea sectorului extern. Acest tip de curs valutar este specific economiilor mici, în tranziție.

Accelerarea procesului de aderare la Uniunea Europeană a unor țări în tranziție a condus la necesitatea existenței în etapa premergătoare integrării a unui regim valutar de fluctuație intermediat.