

DOBÂNDA ÎN GÂNDIREA ȘI PRACTICA ECONOMICĂ – NOI ABORDĂRI - Rezumat -

De-a lungul timpului au existat puține subiecte care au incitat atât de mult mediul academic. Juriști, filozofi, teologi și uneori și ingineri au fost instigați alături de economiști, de analiza prețurilor în general, accentul punându-se în particular, pe importanța subiectului denumit dobândă. În acest sens, acestui subiect de cercetare i-au fost consacrate numeroase lucrări cu caracter aplicativ sau teoretic. Luând în calcul realitatea financiară și economică, atât pe plan intern cât și din perspectivă planului internațional, fiecare stat are ca principal obiectiv crearea unui sistem economic, bazat pe un solid sistem bancar, ce poate să asigure un suport organizatoric ce susține progresul mecanismelor financiare. Este extrem de important să înțelegem că un sistem economic sănătos înseamnă o politică monetară și implicit o politică de dobânzi care să susțină dezvoltarea și evoluția societății, și toate acestea se impun în contextul noutăților impuse de fenomenul numit globalizare care dacă este bine gestionat poate determina creșterea rezultatelor economico-financiare. Numeroși profesori de economie și academicieni, printre care se numără și J. Stiglitz considerau că sistemul bancar este „inima economiei”, pentru simplul motiv că acesta intervenea de câte ori era nevoie prin pomparea sau retragerea de bani din economie acolo unde era nevoia cea mai mare de ei (Stiglitz 2010, 195). Investigarea conceptului de dobândă a determinat autoarea să își orienteze demersul către cinci direcții de studiu: analiza noțiunii de politică monetară și a conexiunile existente între dobândă și celelalte instrumente de implementare a strategiilor de politică monetară; descifrarea evoluției dobânzii prin prisma doctrinelor economice clasice, neoclasice și juridice; prezentarea structurii dobânzii, a tipurilor de dobânzi existente în economie precum și a mecanismelor de formare a dobânzii reale și a celei nominale; evidențierea implicațiilor pe care le are evoluția ratei dobânzii asupra variabilelor mediului economic, precum și pe locul și rolul pe care aceasta îl înregistrează în terapia macroeconomică; analiza elementelor referitoare la modul în care este abordat conceptul de dobândă în implementarea politici monetare aferentă statelor cu economii emergente sau dezvoltate, alături de elaborarea unui studiu necesar în validarea corelațiilor existente între rata dobânzii de politică monetară și PIB, curs de schimb, inflație, agregatul monetar M3.

Cercetarea debutează în cadrul primului capitol **„Politica monetară: controverse privind rolul dobânzii”**, cu abordarea într-o manieră riguroasă, a noțiunilor de politică monetară, scopul fiind acela de a familiariza cititorul cu tentativele, în primul rând teoretice care caracterizează și evaluează în literatura de specialitate această noțiune. Despre politica monetară se poate afirma cu siguranță, că reprezintă unul dintre cele mai influente instrumente ale politicii economice, care prin intermediul elementelor utilizate influențează evoluția obiectivelor operaționale, acestea la rândul lor acționând asupra obiectivelor intermediare, iar tot acest circuit are ca scop atingerea țintei finale stabilite de Banca Centrală. Modalitatea prin care se realizează acest lucru presupune fie o atenție deosebită asupra masei monetare existente în circulație și acțiuni concrete asupra volumului acesteia sau acțiuni concentrate asupra costului creditului. Autoarea apreciază ca fiind indicat să menționeze cele trei strategii de politică monetară care s-au conturat și prin intermediul cărora s-a încercat obținerea obiectivelor descrise anterior:

- ❖ politica cursului de schimb, precum și corelația care există între acesta și rata dobânzii, o politică destul de greu de realizat, deoarece în final se traduce prin pierderea independenței monetare, ceea ce a și determinat abandonarea transmisiei șocurilor survenite în țările „ancoră” asupra țărilor adoptante;

- ❖ politica agregatelor monetare, a cărei geneză am localizat-o în anii 1970 și care are ca scop monitorizarea nivelului de creștere al agregatelor monetare. Însă această politică s-a dovedit a fi inefficientă deoarece, datorită dezvoltării economiei, au apărut noi forme de

economisire lichidă, ce nu erau atașate niciunui agregat monetar și astfel, implicit printr-un management al agregatelor monetare, nu puteau fi verificate sau revizuite de autoritățile monetare;

❖ interdependența dintre rata dobânzii și inflație sau modul în care cele două instrumente trebuie să coexiste pentru o bună funcționare a politicii monetare.

Autoarea și-a continuat cercetarea cu analiza și dezvoltarea corelației dintre dobândă și un alt instrument al politicii monetare, cursul de schimb, răspunzând la întrebarea „Care este legătura dintre cursul de schimb și rata dobânzii?” Literatura de specialitate din acest domeniu a fost neconcludentă. Legătura dintre ratele de schimb și ratele dobânzilor ocupă un loc important în literatura teoretică și empirică în cadrul economiilor deschise mici și s-a prezentat această relație, folosind un model simplu, care încorporează importanța cursului de schimb în prețurile de pe piața internă și totodată face distincție între situațiile de creștere economică față de cele de depreciere. Rezultatele modelului utilizat de autoare vor arăta că această corelație dintre ratele de schimb și ratele dobânzilor, condiționată de o primă de șoc de risc advers, este negativă în perioadele de expansiune și pozitivă pentru cele de contracționare. Mai precis, modelul prezice că ratele dobânzilor vor fi ridicate pentru a limita efectul negativ al deprecierei asupra producției reale intervenite ca urmare a șocurilor financiare nefavorabile sau reale. În contrast, Eichengreen (2005) apreciază că ratele dobânzilor sunt ridicate pentru a limita efectul negativ al deprecierei asupra producției reale. Prin intermediul acestui model se încearcă acoperirea decalajului dintre teorie și unele dovezi empirice. În special, se analizează comportamentul ratei dobânzii ca răspuns la șocurile care au un impact asupra valorii monedei naționale în diferite ipoteze, raportată la legătura dintre cursul de schimb și cererea agregată. Analiza realizată de către autoare a avut ca scop o mai bună înțelegere a economiilor care operează în cadrul cursurilor de schimb flotante, care se confruntă de multe ori cu decizii dificile ce constau în modul în care gestionează stabilitatea financiară din economie în situațiile în care cursul de schimb înregistrează variații semnificative.

Ce-a de a doua strategie supusă analizei se referă la țintirea agregatelor monetare. Acest obiectiv presupunea în primul rând definirea unei modalități de creștere a nivelului masei monetare neutre care ar avea ca rezultat un nivel stabilit al prețurilor, toate în contextul unei dobânzi de politică monetară care să stimuleze dezvoltarea economică. Practic în termeni economici prin stabilitatea monedei se urmărește o stabilitate a prețurilor, adică un anumit nivel al inflației. Un argument solid în susținerea utilizării în cadrul politicii monetare a indicatorului prețurilor de consum îl constituie elasticitatea ridicată a acestuia față de eficacitatea limitată a agregatelor monetare în dimensionarea anticipațiilor inflaționiste. Instabilitatea de care a dat dovadă moneda de-a lungul timpului alături de inovațiile financiare au determinat autoritățile monetare să reconsidere obiectivele strategice de politică monetară, astfel încât s-a ajuns la adoptarea unui singur obiectiv principal și anume stabilitatea prețurilor prin intermediul țintirii unui anumit nivel al inflației. Prima țară care a adoptat acest obiectiv de politică monetară a fost Noua Zeelandă în anul 1989, urmată în anul 1991 de Canada, Israel în 1992, Suedia, Australia, Finlanda în 1993, Franța și Italia în 1994, Italia în 1995 și Portugalia în anul 1997. Implementarea acestei noi strategii monetare presupune existența anumitor premise instituționale și economice pentru statul candidat. Mai exact aceste premise se referă la independența băncii centrale, disciplină fiscală, transparența informațiilor, un curs valutar flotant, un nivel de rezervă suficient și nu în ultimul rând un sistem financiar puternic să facă față acestor schimbări monetare.

Un alt subiect analizat de cercetătoare este reprezentat de instrumentele politicii monetare utilizate de Băncile Centrale în contextul provocării crizei financiare globale. Implicarea statului în activitatea economică se face cu ajutorul Băncii Centrale, iar demersurile acesteia pot fi făcute fie direct, prin intermediul unor elemente pur administrative, fie indirect prin influențarea unor coordonate care, ca un efect de domino, vor degaja efecte la nivelul întregii economii. Indiferent că se alege varianta directă sau cea indirectă de

influențare a economiei, mijloacele utilizate poartă denumirea de instrumente de politică monetară. Modul în care sunt folosite și combinate toate aceste procedee diferă atât de la un stat la altul, cât și de la o perioadă la alta în funcție de nivelul de dezvoltare al economiei și de țintele stabilite pentru aceasta. Analizând caracteristicile și impactul acestor instrumente putem afirma că cel mai utilizat și care are un efect demn de menționat și constant asupra activității economice este manevrarea ratei dobânzii alături de operațiunile pe piața deschisă. Sistemul rezervelor minime obligatorii și-a pierdut din importanță, în schimb dacă privim operațiunile de open market putem spune că devin mai influente în atingerea obiectivului ce constă în stabilitatea prețurilor. Autoarea îmbrățișează ideea conform căreia trebuie urmărite în paralel atât stabilitatea prețurilor, cât și cea financiară, alături de evoluția principalilor indicatori macroeconomici, toate acestea având ca scop evitarea unor situații în care dezinflația să ajungă la un nivel nesustenabil.

Cercetarea a continuat cu efectuarea unei analize monetare ce are ca bază modelul BVAR (Vector autoregresiv bayesian), model extrem de important în cadrul strategiei de aplicare a politicii monetare, informațiile oferite fiind importante nu doar pentru Banca Centrală ci și pentru agenții economici și populație. Așadar, efectuarea acestei analize la nivelul României ne-a ajutat să înțelegem mai bine mecanismul prin care se transmite politica monetară pentru a atinge obiectivul stabilit și anume țintirea inflației, dar ne-a pus, totodată la dispoziție și informații relevante cu privire la aderarea la zona euro. Modelul BVAR pe care autoarea își propune să îl testeze ne ajută să înțelegem prin intermediul corelațiilor existente între rata dobânzii, PIB și rata inflației, modul în care politica monetară răspunde la șocuri. Modelul urmează metodologia prezentată de Sims și Zha (1998) în lucrarea „Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models” și utilizează vectorul autoregresiv bayesian. În cadrul analizei acestui model sunt utilizate datele trimestriale a trei variabile pe o perioadă de minim zece ani, pentru ca rezultatele să fie relevante. Datele necesare realizării modelului se folosesc în formă logaritmică, excepție făcând rata dobânzii, iar rezultatului final i se aplică un operator de primă diferențiată. Dintre variabilele utilizate rata dobânzii este singura ce nu permite ajustare sezonieră. Este deosebit de important să existe o corelație între utilizarea modelelor econometrice și realitatea economică, deoarece pot exista factori ce nu pot fi cuantificați prin intermediul modelării. Totodată, economia poate surprinde datele rezultate în urma modelării econometrice, așa cum a fost cazul influenței PIB asupra ratei dobânzii, din modelul utilizat de autoare, și astfel este deosebit de important ca acestea să fie corelate cu obiectivele de politică monetară ale Băncii Centrale.

Mutând granițele cercetării, în contextul celui de-al doilea capitol „**Dobânda în doctrinele monetare și juridice**”, capitol preponderant teoretic, autoarea a considerat important să prezinte evoluției dobânzii prin prisma doctrinelor economice clasice, neoclasice și juridice. Noțiunea de dobândă este un termen deosebit de controversat nu doar în doctrina economică, cât și în cea aferentă domeniului juridic. Pornind de la această observație unanim acceptată am căutat să ne clădim demersul nostru. Studiul oricât de sumar al cercetărilor de specialitate impun tratarea duală a dobânzii: descifrarea naturii acesteia și a cuprinsului teoremelor juridice care o însoțesc în diferitele etape ale dezvoltării umane. După părerea noastră, cele două abordări se completează, dând un sens mai clar noțiunii de dobândă. Apreciem că prin decodificarea dobânzii se poate efectua o incursiune în esența acestei categorii importante a activității economiei de piață, iar prin sintetizarea elementelor juridice se poate defini într-un mod cât se poate de riguros formele legale pe care aceasta poate să le îmbrace. Un pas important pe drumul complicat al înțelegerii conceptului de dobândă, consider că a fost făcut odată cu apariția operelor lui J.M.Keynes. Cu toate că, în demersul său, pornește tot de la noțiunea clasică a legăturii dintre cerere și ofertă, Keynes declară că aceste elemente nu sunt reprezentate doar de investiții și economii. Astfel, oferta este reprezentată de masa monetară, iar cererea de necesarul de lichiditate din economie la un moment dat. Noua abordare a lui Keynes putem spune că este o continuare a cercetărilor lui Bohm-Bawerk, o analiză reușită asupra factorilor ce definesc natura dobânzii. Includerea

înclinației către consum și a preferinței pentru lichiditate, în ecuația creată de Keynes a adus în lumina reflectoarelor factorii psihologici ca elemente determinante ale nivelului ratei dobânzii. Alt element demn de menționat este reprezentat de importanța acordată raportului dintre nivelul veniturilor și dobândă. Având în vedere cele menționate anterior, ne simțim obligați să subliniem meritele incontestabile ale lui Keynes asupra analizei naturii dobânzii, merite ce au fost și sunt și în prezent elementul central a numeroase controverse. Teoriile keynesiste referitoare la dobândă, alături de celelalte elemente ale doctrinei sale au fost utilizate de numeroase guverne ale lumii în încercarea de a ieși din recesiune prin intermediul noțiunii de “bani ieftini”. Dezvoltarea societății alături de modificările apărute în componența elementelor care îi definesc modalitatea de manifestare au dus la noi teorii cu privire la dobânda exprimate cu ajutorul doctrinelor clasice. Printre reprezentanții de seamă ai acestui nou curent apărut se numără: Eugene von Bohm-Bawerk, E. Lindhall, J.M. Keynes, A. Marshall, D.H. Robertson, Irving Fisher și Knut Wicksell.

Contextul dezvoltării gândirii economice, ne obligă să remarcăm înglobarea dobânzii în labirintul instrumentelor specifice macroeconomiei. Mai exact, economistul Eugene von Bohm-Bawerk apreciază dobânda ca reprezentând un element important al capitalului participant la dezvoltarea producției sociale. Totodată, el este cel care a descoperit factorii care influențează modul exprimare și de existență a dobânzii. Conform teoriei pe care acesta a expus-o mediului academic, timpul are o importanță deosebită în evoluția valorii, iar cu ajutorul acestui nou element introdus se poate face diferența dintre valoarea viitoare și cea actuală. Practic, în opinia academicianului, diferența dintre cele două elemente reprezintă însăși originea dobânzii. În încercările noastre de a analiza curentele economice ce fac referire la natura ratei dobânzii, nu puteam să nu menționăm contribuția lui Irving Fisher, cel care dezvăluie legătura importantă ce există între inflație și nivelul dobânzii. Totodată, tot el este cel ce surprinde interdependența ce se naște între dobânda reală și cea nominală. Opiniile lui Irving Fisher devin momente de referință în procesul de transformare a gândirii și practicii economice ce are în centrul analizei dobânda, aceasta capătând valențe macroeconomice, iar centrul analizei acestuia ia în calcul doi factori importanți, chiar esențiali: timpul și inflația.

O altă teorie demn de menționat, deși impactul ei nu a fost la fel de mare ca cele enumerate anterior este cea promovată de D.H. Robertson, E. Lindhall și B. Ohlin și anume teoria fondurilor de împrumut. Punctul central al acestei teorii constă în prezentarea dobânzii ca fiind treapta de echilibru dintre oferta și cererea de bani, mai exact dobânda este considerată drept punctul de compensare al ofertei cu cererea de credite. Practic acesta a fost momentul în timp care a dus la o analiză mai atentă a factorilor determinanți ai ofertei și cererii de monedă. Noțiunea de dobândă este deosebit de controversată atât în teoria economică, cât și în cea juridică. O.G. nr. 13/2011 și Codul Civil reglementează în momentul actual regimul juridic al dobânzilor. Autoarea și-a continuat analiza cu prezentarea conceptului de dobândă așa cum este el legiferat de Codul Civil în obligația de a da, precum și în obligația de a face, o atenție deosebită fiind acordată analizei corelației dintre dobânzi și daune penalități sau daune interese. În cazul doctrinei juridice am sesizat că, în concepția celor mai consacrați specialiști, noțiunea de dobândă admite cel puțin trei explicații, cu deosebiri însemnate, mai exact: dobânda moratorie, câștigul nerealizat pe care păgubitul nu l-a putut utiliza până la data pronunțării hotărârii judecătorești, dacă ne referim la obligațiile având ca sursă delictele și dobânda ce caracterizează operațiunile de credit.

Capitolul al treilea, **„Arhitectura structurii dobânzii”**, surprinde elementele fundamentale ale dobânzii: structura acesteia, tipurile de dobânzi promovate în economie precum și mecanismele ei de formare. Așa cum este și normal structura dobânzii se prezintă diferit în funcție de relațiile existente între creditori și debitori în momente și segmente diferite ale pieței creditului. Mai exact aspecte precum destinația creditului, modalitatea în care acesta este sau nu garantat, scadența finanțării etc acționează în direcția desosebirii ratei dobânzii, ceea ce determină apariția unei game variate de rate ale dobânzii care se aseamănă într-o măsură mai mare sau mai mică cu rata inițială. Un element deosebit de important care

își pune amprenta atât sub aspect teoretic cât și practic asupra modului de formare al dobânzii îl reprezintă curbele de randament, iar modul în care variatele categorii de rate ale dobânzii sunt structurate, dependent sau interdependent unele de altele pot crea adevărate mecanisme. În încercarea de a găsi o definiție a curbelor de randament, acestea au fost prezentate prin legătura funcțională care se formează între numărul de ani dinaintea scadenței și randamentul la data scadenței, pentru instrumentele cu venit fix. Pentru o analiză mai clară a elementelor prezentate, a trebuit să se introducă în discuție alte două elemente importante în stabilirea și formarea curbelor de randament: randamentul instrumentelor de venit pe care îl putem defini ca fiind rezultatul investiției și prețul creanței care reprezintă de fapt însăși investiția făcută. Între aceste două elemente există o relație invers proporțională, randamentul înregistrează valori mai mari cu cât prețul pentru achiziție este mai mic. Considerăm că era necesară prezentarea celor trei ipoteze care și-au făcut apariția în vederea explicării cauzelor determinante ale modificării curbelor de randament. Prima ipoteză este cea care face referire la segmentarea pieței. Conform acestei teorii există trei piețe diferite pe care pot fi tranzacționate titluri cu venit fix: pe termen lung, mijlociu și respectiv scurt, iar randamentul este stabilit pe fiecare dintre aceste piețe de confruntarea dintre cerere și ofertă. O altă ipoteză utilizată este cea a preferinței pentru lichiditate. Majoritatea investitorilor preferă titlurile care pot fi convertite ușor și rapid în lichidități fără însă să le fie afectată valoarea sau randamentul. Ultima ipoteză este ipoteza anticipațiilor prin care investitorii acordă o atenție deosebită variațiilor ratei dobânzii, iar concluziile obținute sunt cele care determină preferința pentru plasamente pe termen lung sau scurt.

Totodată, o importanță deosebită a fost acordată diferitelor modalități de clasificare a dobânzilor care au apărut ca urmare a diversificării atât a tipologiei debitorilor și creditorilor cât și a evoluției constante a activității economice. Astfel remarcăm faptul că noțiunea de dobândă poate îmbrăca cele mai variate forme: dobândă percepută sau dobândă bonificată, sau putem discuta de o clasificare a acesteia gândită la nivelul ofertei și cererii de capital când putem vorbi de rată pasivă și rată activă. Operațiunile bancare au cunoscut de-a lungul timpului o continuă dezvoltare, fiind supuse în permanență inovării, ceea ce a determinat apariția indicilor de referință. Un alt tip de dobândă cu care se confruntă economiile anului 2016 și se păstrează și în 2017 este dobânda real negativă. Aceasta reprezintă un instrument neconvențional utilizat de politica monetară în anumite state ale lumii prin care dobânda reală este cotate negativ, capătând o valoare cu minus. În perioade puternic deflaționiste, populația și agenții economici au tendința să economisească renunțând din motive de încredere la consum și investiții, lucru ce afectează grav mediul economic. Rezultatul acestui comportament se poate observa cu ușurință în nivelul scăzut al cererii de bunuri și servicii, încetinirea producției și creșterea ratei șomajului. Teoretic, ratele dobânzilor direcționate sub zero, au ca scop reducerea costurilor cu împrumuturile acordate companiilor și gospodăriilor și stimularea cererii de credite, a investițiilor și a cheltuielilor efectuate pentru consum. Prima țară care a practicat această formă de dobândă este Elveția începând cu primele luni ale anilor 1970 pentru a contracara aprecierea monedei din cauza investitorilor care fug de inflația prezentă în alte părți ale lumii. În 2009 și 2010, Suedia și în 2012, Danemarca, au utilizat ratele dobânzilor negative pentru a stopa intrările de bani din afara țării în economiile lor, iar începând cu 2014 Banca Centrală Europeană a coborât dobânda sub zero la depozitele bancare, dorind prin această măsură să prevină căderea zonei euro într-o spirală deflaționistă.

Dobânda a fost din cele mai vechi timpuri și până în prezent unul dintre elementele cu o importanță deosebită în sculptarea și sprijinirea trendului dezvoltării economice. Astfel, prin nenumărate forme de exprimare ea poate marca mai mult sau mai puțin activitatea agenților economici. Prin urmare este foarte important să cunoaștem și să analizăm modul în care poate să evolueze precum și elementele determinante care influențează această schimbare. Considerăm că determinarea și înțelegerea factorilor determinați ai evoluției ratei dobânzii reprezintă un element de o importanță deosebită atât pentru sistemul bancar cât și pentru participanții la acesta, fie că sunt clienți ai băncilor, operatori economici sau investitori. Prin

urmare, pentru banca de emisiune, cunoașterea acestor elemente prezintă importanță pentru stabilirea strategiei de politică monetară viitoare. Pentru agenții economici sau potențiali investitorii rata dobânzii este cea care le determină deciziile viitoare cu privire la plasarea capitalurilor deținute. În ceea ce privește băncile comerciale situația este mai complexă, putem spune chiar delicată. Obiectivul acestora este de a maximiza dobânzile active și de a le minimiza pe cele pasive, ceea ce contravine intereselor clienților care urmăresc maximizarea dobânzilor pasive și minimizarea celor active. Astfel, este important să se găsească un echilibru, iar deciziile trebuie stabilite conform propriilor previziuni aferente evoluției ratei dobânzii.

Cercetarea continuă cu analiza corelației existente între rata inflației și rata dobânzii. Astfel putem vorbi în acest caz de dobânda reală și de dobânda nominală, concepte deosebit de importante, tratate de autoare în cadrul unei axe a capitolului. Lucrările de specialitate în domeniul economic acordă o importanță deosebită echilibrului monetar, mai exact punctele de vedere cu privire la dobândă sunt veridice în timp atâta vreme cât la momentul în care împrumutul ajunge la scadență se poate recupera în totalitate valoarea avansată, mai exact se păstrează puterea de cumpărare de la momentul contractării împrumutului. Astfel, de exemplu o instituție de credit poate plăti o dobândă nominală de 8% pe an. În acest caz, randamentul real al investiției va fi 8%, doar dacă puterea de cumpărare a banilor rămâne constantă pe toată perioada investiției, randamentul real va fie egal cu cel inițial numai în situația în care rata inflației aferentă perioadei respective va fi zero. În momentul în care inflația își face apariția, puterea de cumpărare a banilor scade și prin urmare rata reală scade sub valoarea celei nominale. Putem considera pentru întreaga perioadă a investiției un nivel al inflației de 6% pe an, ceea ce conduce la o rată reală a dobânzii de doar 2% pe an. Cu alte cuvinte, mai mult de trei sferturi din investiția inițială va fi folosită doar să acopere pierderile datorate scăderii puterii cumpărării a banilor. Însă rata inflației poate fi și mai mare, depășind chiar nivelul de 8% aferent ratei dobânzii nominale. În acest caz, putem spune că randamentul investiției este negativ, rata dobânzii nominale fiind incapabilă să acopere valoarea reală a capitalului inițial, ea fiind puternic influențată de prețurile nominale ale bunurilor și serviciilor aferente perioadei de referință. În situația utopică în care în economie nu se înregistrează nici inflație și nici deflație cele două rate ale dobânzii sunt egale. E necesar să punctăm că rata reală a dobânzii este dificil de măsurat prin prisma faptului că este direct influențată de rata inflației, un element imprezvizibil care poate evolua diferit comparativ cu așteptările setate de mediul economic. Numai ratele dobânzilor nominale sunt publicate.

Continuăm cercetarea cu cel de-al patrulea capitol **„Integrarea dobânzii în arhitectura instrumentelor terapeutice ale macro și microeconomiei”** care se focalizează pe integrarea dobânzii în instrumentele terapeutice ale macro și microeconomiei precum și pe evidențierea și identificarea riscului ratei dobânzii prin intermediul metodei gap-ului de dobândă. Astfel, am considerat important să analizăm principalele implicații pe care le poate avea creșterea sau scăderea nivelului ratei dobânzii asupra economiei atât la nivel micro cât și macro. Descoperirea doctrinei economice cu rădăcinile ei milenare referitoare la dobândă, cunoașterea faptului că uneori prin gradul acesteia de „uzură” s-a transformat din factor determinat al dezvoltării economice într-unul perturbator ne-a încurajat să cercetăm impactul pe care îl are asupra managementului micro și macroeconomic orice modificare suferită de aceasta. Am început cercetarea prin sublinierea impactului pe care îl are dobânda asupra evoluției balanței de plăți a unui stat. O creștere a ratelor dobânzilor pe piața internă în condițiile în care celelalte elemente de natură economică rămân neschimbate, este de natură să atragă un aflux de fonduri de investiții străine și ar putea încuraja repatrierea fondurilor interne deținute în străinătate. În plus, investitorii locali analizând fondurile de investiții din străinătate, atunci când apreciază că nu sunt profitabile, aleg să investească resursele deținute în ramuri ale economiei naționale. Aceste efecte, relevante pentru elementele de investiții de portofoliu aparținând contului de capital al balanței de plăți, sunt de natură să genereze presiuni de creștere asupra ratelor interne de schimb valutar.

În continuare a fost analizată influența dobânzii asupra sectorului privat, alături de cea asupra băncilor comerciale. Impactul indus de politica monetară asupra economiei reale prin intermediul canalelor specifice a fost considerat ca fiind un adevăr ce nu mai are nevoie de nicio demonstrație. De aceea, eforturile autoarei s-au concentrat în direcția prezentării clare a modurilor de funcționare a acestor canale, precum și a mix-ului de măsuri eficiente care ar asigura reluarea bunului mers al economiei într-un interval de timp destul de scurt, atunci când ne-am lovit de un impact negativ din partea dobânzii. Autoarea și-a coborât apoi privirea asupra locului și rolului pe care dobânda îl ocupă în terapia macroeconomică, apreciind modelul „IS-LM-BP” al lui J.M.Keynes, ulterior dezvoltat de A. Hansen și J. Hicks ca fiind instrumentul cel mai eficient de analiză a impactului variațiilor dobânzii asupra macroeconomiei. S-a plecat de la premisa că nu există posibilitatea ca o economie să funcționeze în mod independent, deoarece aceasta este legată de lumea exterioară prin intermediul fluxurilor de capital și a celor materiale. Așadar, analiza noastră a ținut cont de efectele pe care le are dobânda în două situații: pe de o parte am cercetat ipostaza în care ne confruntăm cu o economie deschisă care manifestă o mobilitate perfectă a capitalului, iar apoi ipostaza în care economia deschisă este caracterizată de imobilitate imperfectă a capitalului. Bineînțeles, așa cum era și normal, am analizat în demersul nostru și variațiile cursului de schimb flexibil sau fix, precum și impactul pe care îl are în cele două variante de economii.

Modelul IS-LM-BP analizat ne ajută să demonstrăm că atât politica fiscală cât și politica monetară pot genera fluctuații importante în mediul economic prin intermediul ratelor de schimb flotante. De-a lungul timpului economiștii au dezbătut modul de coordonare a politicilor între statele lumii. Gradul ridicat de mobilitate a capitalului existent în rândul țărilor dezvoltate sugerează că acțiunile fiscale care conduc la o divergență a ratei dobânzii interne vor fi anulate de influența modului în care evoluează cursul de schimb și implicațiile acestuia asupra exporturilor nete. Unii experți susțin că o politică monetară creată pentru a atinge rate de schimb fixe în interiorul zonelor țintă înguste ar reduce aspectele destabilizatoare ale comerțului internațional cu bunuri și active financiare, atunci când valutele devin supraevaluate sau subevaluate. Acest punct de vedere subliniază existența unei economii mondiale integrate și faptul că este de dorit o politică economică națională foarte ancorată în contextul internațional versus una care se concentrează pe obiectivele de politică internă fără a lua în calcul implicațiile internaționale. Un alt punct de vedere constă în faptul că modificările ratelor de schimb sunt datorate șocurilor economice reale, iar în acest caz nu există valute supraevaluate sau subevaluate, ratele de schimb sunt întotdeauna în echilibru având în vedere condițiile economice actuale. O problemă pe care abordarea IS-LM-BP o ridică la nivel practic constă în faptul că fiecare guvern are o politică monetară proprie și obiective diferite.

Analiza regimurilor ratei de schimb ne-a condus la o concluzie simplă: nu poți avea totul. Pentru a fi mai exactă, este imposibil ca o națiune să aibă fluxuri libere de capital, o rată de schimb fixă și o politică monetară independentă. Acest fenomen este numit adesea trinitatea imposibilă. O națiune trebuie să aleagă o parte a acestui triunghi, renunțând la funcția instituțională în colțul opus. Prima opțiune este de a permite fluxuri libere de capital și de a adopta o politică monetară independentă, așa cum putem observa la Statele Unite în ultimii ani ai secolului XXI. Această variantă face imposibilă existența unei rate de schimb fixe, aceasta trebuie să fie flotantă pentru a putea echilibra fluctuațiile monetare aferente pieței valutare. Opțiunea numărul doi constă în existența fluxurilor libere de capital care pot stabili rata de schimb, model ce se regăsește în politica monetară promovată de Hong Kong în ultimii ani. În acest caz, națiunea își pierde capacitatea de a adopta o politică monetară independentă. Masa monetară și rata dobânzii trebuie să se adapteze în permanență la piață pentru a menține rata de schimb la un nivel de echilibru. Practic, atunci când o națiune stabilește nivelul de schimb valutar față de moneda altui stat, ea adoptă practic politica monetară a aceluia stat. Cea de a treia opțiune este de a restricționa fluxul internațional de

capital și în afara țării, așa cum China a făcut în ultimii ani. În acest caz, rata dobânzii nu mai este stabilită de ratele dobânzilor mondiale, ci este determinată de forțele interne, la fel cum este cazul într-o economie închisă complet. Totodată experiența a demonstrat că fiecare stat în parte poate alege diferite elemente din această trinitate. Alegerile vin ca urmare a răspunsului la următoarea întrebare: ce își dorește de fapt autoritatea monetară să obțină prin intermediul politicii monetare? Opțiunile sunt reprezentate de acceptarea unei volatilități a cursului de schimb, susținerea politicii monetare ă scopul stabilizării economiei naționale sau liberul acces al cetățenilor la piețele financiare mondiale. Nicio națiune nu poate evita să facă una dintre aceste alegeri.

Ultima parte a acestui capitol a fost dedicată managementul riscului ratei dobânzii. Managementul ratei dobânzii a căpătat de-alungul timpului o importanță deosebită în analiza metodelor de creștere a profitabilității unei bănci. Scopul oricărui agent economic, al oricarei instituții financiar-bancare este acela de a obține profit. Pentru cele mai multe instituții bancare, metoda Gap-ului de dobândă ar trebui să arate, în general, rezultate consistente. Iar atâta timp cât sunt înțelese limitele acesteia, ea rămâne o măsură extrem de eficientă a riscului ratei dobânzii.

Demersul științific se finalizează prin elaborarea capitolului al cincilea „**Politici de dobânzi promovate de statele contemporane**” analiza concentrându-se asupra regimurilor de dobânzi practicate în țările cu economie dezvoltată sau emergentă, precum și asupra particularităților politicii de dobânzi promovate de Banca Centrală Europeană și de Banca Națională a României. Țările dezvoltate formează lumea occidentală, termen ce exprimă, mai degrabă, un mod de viață, o filozofie social-politică sau o mentalitate, decât o populație sau o zonă geografică. La momentul actual din categoria țărilor dezvoltate fac parte 29 de state, dintre care 22 sunt în Europa, câte 2 în Asia, America de Nord și Oceania, o singură țară în Africa. Organizația de Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE) este cea care guvernează țările dezvoltate. Economia mondială este dominată de țările dezvoltate, acestea având cea mai mare pondere atât în investițiile și exporturile externe de capital, cât și în produsul brut mondial. Cercetătoarea a prezentat strategia de politică monetară a Sistemului Federal de Rezerve pe intervalul 1960 - 2017 și a observat că aceasta are un obiectiv final triplu concretizat în următoarele direcții: stabilitatea ratei dobânzii și a prețurilor, precum și o rată a șomajului cât mai aproape de zero. În ceea ce privește Japonia, acțiunile au fost concentrate în a rezolva problemele generate de boom-ul din 1980, temperarea crizei determinate de presiunile inflaționiste și spargerea bulei financiare din 2007.

Autoarea și-a continuat analiza cu analiza politicii de dobânzi abordate de țările cu economii emergente. Noțiunea de economii emergente a fost prima dată menționată de către fostul economist olandez al Băncii Mondiale, Antoine Van Agtmael, președinte al Emerging Markets Management, un binecunoscut fond de investiții. Economistul olandez a dorit să introducă o alternativă la conceptul de „lume a treia” care să cuprindă acele state care sunt în curs de dezvoltare și prezintă un potențial de extindere. Următoarele state au fost nominalizate de Fondul Monetar Internațional în anul 2012 ca fiind economii emergente: Peru, Venezuela, Letonia, Argentina, Thailanda, Ungaria, Mexic, China, Polonia, Ucraina, India, Brazilia, România, Bulgaria, Indonezia, Turcia, Chile, Lituania, Rusia, Columbia, Africa de Sud, Pakistan, Estonia, Malaezia, Filipine. În prezent, termenul de economie emergentă reprezintă acea economie care produce din PIB-ul mondial un procent de cel puțin 1%. Această nouă definiție a fost introdusă de economistul American Jim O’Neill, creatorul acronimului BRIC (acest acronim reprezintă inițialele a 4 state Brazilia, Rusia, India și China).

Impactul ratei dobânzii asupra mediului economic este diferit în economiile emergente față de cele dezvoltate. Modelele teoretice au relevat că ratele dobânzilor nu sunt un factor determinant al fluctuațiilor ciclului de afaceri pentru economiile dezvoltate, spre deosebire de economiile emergente, unde impactul modificării acesteia este mult mai mare. Băncile centrale de pe piețele emergente reacționează la modificări majore ale ratelor dobânzi sau la accelerarea operațiunilor financiare cu scopul de a menține stabilitatea financiară chiar și în

detrimentul dezintermediării financiare. FED și Banca Centrală Europeană urmăresc politicile monetare care se concentrează asupra obiectivelor interne, cum ar fi inflația, stabilitatea financiară și creșterea economică. Dar FED și BCE furnizează de asemenea sistemului monetar internațional importante valute de rezervă, și anume dolarul și euro. Incompatibilitatea cursurilor de schimb fixe, a mobilității internaționale a capitalului și a autonomiei politicii monetare naționale este un postulat de bază al macroeconomiei economice deschise (trinitate imposibilă). Pe baza postulatului, piețele emergente cu cursuri de schimb fixate la dolar sau euro importă politica monetară a țării ancore, cu excepția cazului în care impun controale de capital. Analiza efectuată ne-a determinat să concluzionăm că băncile centrale ale piețelor emergente sunt dependente de FED, ratele dobânzilor locale pe termen lung fiind ținute ca „ostatec” de aceasta. Cu siguranță această dependență a politicii de dobânzii a țărilor emergente față de politica S.U.A. reprezintă o sursă de nemulțumire și frustrare pentru factorii de decizie ai piețelor emergente. Există totuși o corelația a ciclurilor globale ale ratei dobânzii și, prin urmare, măsura în care creșterea globalizării financiare a agravat contractele de politică internă este izbitoare.

Ultimul aspect cercetat de autoare vizează particularitățile politicii de dobânzi promovate de Banca Centrală Europeană și de Banca Națională a României de-a lungul perioadei analizate: 1990 - 2017. Autoarea consideră că Banca Centrală Europeană a încercat prin politica de dobânzi promovată de la înființare și până în prezent să asigure o bună desfășurare a activității economice în întreaga zonă euro, astfel încât măsurile adoptate mai mult sau mai puțin restrictive au intervenit în momentele tensionante ale economiei, ajutând la redresarea acesteia. În ceea ce privește analiza particularitățile politicii de dobânzi promovate de Banca Națională a României de-a lungul perioadei analizate: 1990 – 2017, putem să concluzionăm că activitatea economică aferentă acestor ani este vizibil influențată de implicarea BNR prin intermediul modului în care se gestionează variațiile ratei dobânzii. Banca Națională a României a adoptat, în anii de tranziție la economia de piață, o politică monetară ce se baza pe obiective intermediare, din rândul acestora acordându-se o importanță deosebită agregatelor monetare. Ca obiectiv operațional al politicii monetare a fost aleasă baza monetară, cu alte cuvinte acest lucru poate fi prezentat astfel: BNR a preferat să controleze prin intermediul bazei monetare cantitatea de monedă din circulație. Intervalul 1989 – 1993 a fost caracterizat printr-o politică monetară restrictivă ca urmare a ținerii ratei dobânzii sub control, ceea ce a determinat plafonarea administrativă a creditelor, finanțarea a crescut în economie, însă nu a fost sustenabilă deoarece producția societăților creditate nu avea asigurată piața de desfacere ceea ce a determinat alimentarea inflației. Primele momente de succes ale noi politici monetare promovate de BNR s-au văzut în anul 1994 și au continuat și în următorii doi ani, când a crescut gradul de încredere al populației în moneda națională, inflația a scăzut, iar noua politică de dobânzi a dus la dedolarizarea și remonetarizarea economiei. Procesul deinflaționist a fost susținut de creșterea nivelului economiilor deținute de populație în bănci. Creșterea masei monetare din circulație prin intermediul unui nivel de dobânzi scăzut practicat creditelor destinate agriculturii din 1996 a determinat reinflamarea inflației. Evoluția ratei dobânzii în această perioadă putem să o apreciem ca fiind „calmă”, fără oscilații ce necesită a fi menționate. Rata dobânzii practică de Banca Centrală se supune în continuare constrângerilor impuse de guvern prin intermediul politicii economice promovate, iar nivelul dobânzilor practicate de băncile comerciale s-a diminuat ca urmare a acelorași restricții. Excesul de lichiditate din piață, fenomen ce a caracterizat perioada următoare, 1997 – 2000, a determinat modificări asupra dobânzii ce au constat în transferarea dobânzii de referință promovată de Banca Centrală din sfera operațiunilor de refinanțare în cea a atragerii de depozite.

În intervalul 2001 – 2004, Banca Centrală și-a recâștigat rolul de influențator al economiei, deficitul de cont curent a fost îmbunătățit, la fel și termenii de finanțare atât ai lui cât și ai datoriei publice. Nivelul ratelor dobânzii a scăzut, însă acest lucru nu a pus sub semnul întrebării atingerea țintei propuse pentru rata inflației, aceasta având o evoluție

descrescătoare. Ieșirile de capital din prima parte a anul 2003 au forțat BNR să vândă valută, ceea ce a intensificat presiunile asupra inflației și cursului de schimb. Începând cu anul 2004, politica monetară cunoaște o nouă abordare, vorbim acum de un mix de politici economice și de o nouă strategie de promovare a politicii monetare. Începând cu luna august a anului 2005, BNR a stabilit ca țintirea inflației să fie obiectivul principal al politicii promovate. Procesul dezinflaționist a continuat pe parcursul următorilor doi ani, țintele stabilite de BNR au fost una extrem de ambițioase, obiectivele însă au fost atinse și chiar depășite cu ajutorul intervențiilor asupra ratei dobânzii al cărei nivel a fost majorat. Aderarea țării noastre la Uniunea Europeană din anul 2007 a reprezentat urmările unor eforturi susținute de reformare atât a mediului economic românesc cât și a societății în ansamblul ei. Perioada 2007 - 2010 a fost caracterizată de turbulențe economice care s-au transformat într-una din cele mai grave crize economice la nivel mondial, cu efecte și asupra economiei României. Deficitul bugetar a ajuns la cel mai ridicat nivel din 1998 și până în prezent, iar politica salarială alături de cea fiscal-bugetară au alimentat excesul de cerere din economie. Creșterea nivelului ratei inflației la 9% a obligat BNR să ia măsuri în vederea întăriri politicii monetare, așadar atât rata dobânzii a crescut în cinci etape în primele șapte luni ale anului 2008 ajungând de la 8% la 10,25%, cât și nivelul rezervelor minime obligatorii a fost menținut la 40% pentru valută și 20% pentru lei până în luna septembrie a aceluiași an, când pe fondul diminuării excedentului de lichiditate s-a luat hotărârea de a diminua nivelul rezervelor în lei la 18%. Modificările efectuate de BNR au avut efectul scontat, astfel anul 2008 a înregistrat un nivel de inflație de 6,3%, cu 1,7% mai mic față de cel raportat la începutul anului. Efectele crizei financiar – economice care a luat amploare în toate țările din Europa s-au regăsit și în economia României din perioada menționată.

Începând cu 2010 și până în prezent, politica monetară promovată de Banca Centrală a avut ca obiectiv general reluarea și consolidarea fenomenului dezinflaționist cu scopul atingerii nivelelor anuale stabilite pentru inflație. Relansarea economiei a fost susținută în permanență de BNR prin scăderea ratei dobânzii, care a scăzut de la 6% în decembrie 2011, la 1,75% în 2015, nivel ce se păstrează și în prezent. Astfel a fost recuperat întregul declin economic consemnat de criza financiară din 2007-2009. Consider ca trebuie menționată totodată și capacitatea mediului economic intern de a rezista influențelor externe, astfel efectele crizei din Ucraina s-au regăsit doar în nivelul scăzut al importurilor de alimente provenit din țările influențate de embargoul impus de Rusia. Nici problemele statului elen nu au influențat sistemul bancar autohton prin prisma faptului ca toate instituțiile de credit cu capital grecesc au respectat cerințele impuse de BNR referitor la prudențialitate. Scăderea continuă a dobânzii de referință până la nivelul de 1,75% s-a datorat dorinței BNR de a asigura stabilitate pentru prețurile pe termen mediu și de a revigora economia prin intermediul reluării procesului de creditare. În susținerea acestui demers BNR a redus și nivelul rezervelor minime obligatorii cu 2 pp până la nivelul de 8% la lei, dobânda pasivelor în valută a fost menținută neschimbată. Un lucru este cert, politica monetară și implicit politica de dobânzi promovată de BNR are ca principal target reducerea ratei anuale a inflației pe termen mediu și calibrarea instrumentelor utilizate de aceasta pentru atingerea obiectivelor propuse. Așadar putem observa că nivelul ratei dobânzii este corelat prioritar cu intensitatea efectelor și presiunii inflației asupra mediului economic. Un rol fundamental în argumentarea deciziilor îl va deține în continuare incertitudinile privind previziunile pe termen mediu privind nivelul inflației. Riscurile apărute ca urmare a relaxării politicii veniturilor și a politicii fiscal din anul 2016, determină BNR să promoveze o politica de dobânzi precaută, care influențează în egală măsură și politica promovată de băncile comerciale ce își desfășoară activitatea pe teritoriul României. În opinia mea, BNR a dobândit de-a lungul perioadei analizate o anumită autonomie asupra nivelului dobânzilor aferente propriilor operațiuni, toate datorate reconsiderării politicii monetare și în primul rând a politicii de dobânzi promovate.

În fine, autoarea a considerat util să alăture analizei efectuate asupra politicii de dobânzii promovate de BNR și un model economico-matematic prin intermediul căruia să

sublinieze corelațiile existente între rata dobânzii de referință și anumiți indicatori macroeconomici. Această cercetare a fost realizată cu ajutorul programului statistic SPSS 17. Studiul a fost început printr-o analiză a legăturilor existente între rata dobânzii de referință, considerată variabila dependentă, și indicatorii selectați: PIB, curs de schimb, inflație, agregatul monetar M3 și consum, variabilele independente, cu scopul de a sublinia corelațiile existente între aceștia, însă totodată și modalitatea în care se influențează direct sau indirect, intensitatea acestei corelații fiind elementul care justifică necesitatea creării modelului. Cercetătoarea a realizat analiza corelațiilor construite cu ajutorul indicelui Pearson. Indicatorii selectați au fost introduși într-un fișier excel de unde au fost importați în programul SPSS, în vederea stabilirii corelațiilor formate și a interpretării acestora, datele colectate sunt aferente perioadei 2007 -2016. Ca și modalitate de introducere a variabilelor în regresie s-a utilizat metoda Backward, care presupune eliminarea pas cu pas din cadrul modelului a variabilelor ce sunt considerate ne semnificative; astfel analizând rezultatele obținute în urma regresiei am observat că PIB-ul, consumul, agregatul monetar M3 și cursul de schimb au fost considerate variabilele fără relevanță în cadrul modelului și au fost excluse. Modelul final rezultat după eliminarea variabilelor ne semnificative are o probabilitate foarte ridicată să fie unul corect – 93.4%, concluzie rezultată din analiza valorilor obținute prin intermediul programului SPSS 17 la testele R Squared (0,872) și Adjusted R Squared (0,856). Modelul de regresie stabilit mi-a dat posibilitatea de a stabili o serie de corelații între variabilele considerate. Astfel, s-a remarcat o legătură indirectă semnificativă între rata dobânzii și PIB, masă monetară și consum, și o legătură directă puternică între rata dobânzii și inflație, situație ce poate fi considerată normală având în vedere că obiectivul principal al politicii monetare începând cu anul 2005 a fost țintirea inflației, iar toate demersurile BNR s-au canalizat în această direcție. Ultima etapă a modelării realizate a constat în realizarea graficului ecuației de regresie, din care rezultă o regresie liniară aproape perfectă, variabilele independente pe care autoarea le-a selectat inițial cresc pe măsură ce variabila dependentă crește. Astfel, putem afirma că o evaluare cantitativă trebuie însoțită întotdeauna de o evaluare calitativă prin care sunt surprinși factori ce nu pot fi cuantificați prin intermediul modelării econometrice, iar atunci când utilizăm rezultatele modelelor econometrice trebuie să ținem cont că, deși folosesc calcule matematice impresionante, acestea reprezintă doar simplificări ale realității.