

**CAPCANA LICHIDITĂȚII, RELAXĂRI CANTITATIVE, DEMOCRAȚIE ȘI
INDEPENDENȚA BĂNCII CENTRALE**

(preliminar)

Lucian Croitoru

Ianuarie 2013

1. *Introducere*

Criza actuală a pus băncile centrale din unele țări dezvoltate într-o poziție specială. Ele cumpără active financiare de la sectorul public și de la sectorul privat, adică fac relaxări cantitative¹. Cu alte cuvinte, expandează baza monetară. Unii economiști nu văd în acest proces decât că băncile centrale pun bazele unei inflații nedorit de mari în viitor. Alți economiști însă, printre care mă număr și eu, văd că băncile centrale nu au altă opțiune dacă vor să evite intrarea tuturor țărilor în capcana lichidității. Dacă ar avea o alternativă, băncile centrale din economiile dezvoltate nu s-ar angaja pe un drum care le pune în pericol independența câștigată cu mare greutate.

2. *Instrumentele convenționale: temporar pierdute*

Relaxările cantitative sunt inevitabile deoarece instrumentele convenționale de stimulare a cererii au fost epuizate. Ratele dobânzii de politică monetară, a căror reducere stimulează cererea, au ajuns demult aproape de zero sau chiar zero. Dincolo de acest nivel, ratele nominale nu mai pot fi reduse. Cu alte cuvinte, economiile dezvoltate se află în capcana lichidității. Aceasta înseamnă că rata reală a dobânzii, care este diferența dintre rata nominală (adică zero) și inflația anticipată, rămâne dependentă doar de inflația anticipată.

De aici apare problema: fără o stimulare în continuare a cererii, publicul anticipează că prețurile ar putea intra într-o fază de scădere, astfel că rata reală a dobânzii ar crește, putând împinge economia în depresie. De exemplu, în SUA, dacă prețurile ar scădea cu 2,07 la sută, cu cât au scăzut în medie pe an în perioada 1929-1939, atunci rata reală a dobânzii de politică monetară ar fi egală cu aproximativ +2,07 la sută ($0 - (-2,07) = 2,07$). Un nivel foarte mare (care ar oprima cererea), comparativ cu o rată a dobânzii reale de -2,47, cât a fost în perioada 2009-2011 și care a stimulat cererea.

În teorie, în acest caz, în care ratele dobânzii sunt egale cu zero, deficitele bugetare ar trebui mărite pentru a stimula cererea² și a evita scăderea prețurilor. Din nefericire, nici acest lucru

¹ Pe lângă noile instrumente de politică monetară, cum sunt relaxările cantitative, băncile centrale au utilizat și lărgirea limitelor de acordare a lichidității pentru sistemul bancar și modificarea criteriilor privind garanțiile acceptate în relația cu băncile comerciale.

² În mod normal, când capitalurile sunt mobile și rata de schimb flexibilă, o expansiune fiscală susținută nu poate duce la creșterea cererii. Aceasta se întâmplă deoarece banca centrală compensează efectele politicii fiscale prin mărirea ratei dobânzii necesare pentru a menține producția la nivelul potențial. Anticiparea de către participanții la piața financiară a acestei reacții duce la o creștere a ratelor dobânzii anticipate pe termen scurt și, de aici, a

nu mai este posibil. Fiind foarte îndatorate, statele dezvoltate au avut puțin spațiu pentru lărgirea deficitelor. Când criza a lovit, acest spațiu s-a epuizat înainte de a reuși punerea cererii agregate pe o pantă ascendentă fermă.

Mai mult, în zona euro, piața a arătat unor state că nu le mai tolerează nivelurile de îndatorare publică. Este vorba despre țările care au pierdut competitivitate față de țările care au redus costurile și au promovat reforme esențiale. Neavând opțiunea devalorizării monedei, țările respective au mărit, în timp, cheltuielile publice și deficitul bugetare. De ceva timp, investitorii nu doresc să mai finanțeze aceste deficite.

Având în vedere epuizarea celor două instrumente—rata nominală a dobânzii pe termen scurt și deficitul bugetare—alte instrumente au fost necesare. Practic, au rămas două opțiuni: (i) restructurarea cheltuielilor și a impozitelor (inclusiv pentru statele pe care piața încă le finanțează), astfel încât, fără a mări deficitul sau chiar reducându-l, bugetele publice să poată stimula cererea agregată și, mai departe, ieșirea din recesiune³; și (ii) cumpărarea de către banca centrală a activelor financiare de la sectorul public și de la cel privat.

Date fiind echilibrele politice și sociale, pe termen scurt, prima opțiune rămâne doar teoretică. În practică, reducerea deficitelor⁴ sau restructurarea bugetelor publice cu viteze care să refacă încrederea investitorilor se dovedește a fi iluzorie. În aceste condiții, băncile centrale din statele dezvoltate sunt nevoite să cumpere, în mod indirect, datorie guvernamentală (bonduri) și active financiare de la sectorul privat. Începând din 2007 băncile centrale au inundat sistemul financiar cu mai mult de 11 trilioane de dolari (Hilsentath și Blackstone, 2012).

celor pe termen lung. Creșterea ratelor dobânzii pe termen lung reduce însă valoarea activelor și întărește moneda. Cu o valoare redusă a activelor, gospodăriile vor finanța mai puține cheltuieli, iar firmele vor reduce investițiile. Aprecierea monedei va duce la scăderea exporturilor. Aceste decizii ale sectorului privat vor compensa, în final, creșterea inițială a producției și a ocupării determinată de expansiunea fiscală. În schimb, când datorită unui șoc pe partea cererii economice ajunge în capcana lichidității (rata dobânzii de politică monetară este egală cu zero), politica fiscală poate fi eficientă. Cu rata nominală a dobânzii neputând coborî sub zero, gap-ul producției va fi deflaționist, iar inflația va fi mai mică decât cea dorită. Experiența Marii Depresii și cea a Japoniei din ultimele două decenii sprijină formarea anticipațiilor că această situație se poate prelungi pentru mult timp. Agenții economici vor deduce, în mod corect, că banca centrală nu va mai răspunde la stimulii fiscali și va lăsa rata dobânzii de politică monetară aproape de zero pentru o perioadă relativ îndelungată. Astfel, este posibil ca stimulii fiscali să nu conducă la creșteri importante ale ratelor dobânzii pe termen lung, ceea ce va atenua efectele lor asupra scăderii prețurilor activelor și asupra aprecierii monedei comparativ cu timpurile normale. Deficitul bugetar crescut ar trebui să se reflecte în creșterea datoriei publice, care ar putea duce la creșterea anticipațiilor inflaționiste (Calvo, 1991), reducând rata reală a dobânzii, ceea ce ar stimula creșterea economică (pentru estimări ale multiplicatorilor fiscali în SUA vezi Kohn, 2009, DeLong și Summers, 2012).

³ Mertens and Ravn (2012) au arătat că politicile de stimulare a ofertei sunt mai indicate decât cele de stimulare a cererii. În contrast cu o serie de lucrări recente, ei au descris echilibre în care politicile de stimulare a cererii devin mai puțin efective în capcana lichidității decât în condiții normale. În schimb, politicile de stimulare a ofertei devin mult mai puternice, în special cele de reducere a ratelor de impozitare a muncii.

⁴ DeLong și Summers (2012) au sugerat nevoia pentru o prudență considerabilă referitor la pasul de consolidare fiscală în economiile depresate, unde ratele dobânzilor sunt aproape de zero sau chiar zero.

Bilanțul băncii centrale s-a transformat dintr-un element care reflecta pasiv operații ale băncii centrale, într-un instrument de politică economică. Înainte de criză, bilanțul reflecta răspunsul băncii centrale la cererea publicului pentru bancnote și monezi, stabilirea rezervelor minime obligatorii și interacțiunea cu piața monetară. În timpul crizei însă, expandarea bilanțurilor băncilor centrale din țările dezvoltate prin cumpărări de active de la sectorul public și de la sectorul privat a fost soluția pentru a amortiza efectele determinate de restrângerea bilanțului sectorului privat.

3. *“Iresponsabili” de ultimă instanță*

Prin aceste cumpărări, pe de o parte băncile centrale țintesc la creșterea inflației anticipate, care să ducă rata reală a dobânzii la niveluri mai mici, stimulând astfel cererea agregată. Pe de altă parte, programele de relaxări cantitative aduc la niveluri joase ratele dobânzii pe termen mediu și pe termen lung prin reducerea premium-ului titlurilor financiare cumpărate. Cu rate joase ale dobânzii, investitorii mută mai mulți bani către piața de capital și firmele își finanțează mai ieftin afacerile, ceea ce le mărește potențialul viitor de a produce venituri și duce la creșterea prețului acțiunilor⁵.

Din punct de vedere tehnic, băncile centrale fac un swap de active cu sectorul public și cu cel privat. Pentru bondurile guvernamentale și pentru activele financiare ale sectorului privat, banca centrală plătește măbind depozitele băncilor comerciale la banca centrală la niveluri peste cele necesare pentru a menține rata dobânzii nominale la zero (Isărescu, 2012).

În cazul cumpărării bondurilor guvernamentale, aceasta înseamnă finanțarea deficitelor unor state pe care piața nu le mai finanțează. În cazul cumpărării activelor financiare ale sectorului privat, aceasta înseamnă, pur și simplu, acordarea de credite de către banca centrală unor sectoare economice. De exemplu, în ultimii ani Fed-ul a cumpărat titluri acoperite cu mortgage de la instituții private sau datorii ale agențiilor guvernamentale. Cel mai recent, în decembrie 2012 Fed-ul a decis continuarea cumpărărilor de bonduri guvernamentale și titluri garantate cu mortgage (MBS) totalizând 85 miliarde dolari pe lună în 2013. Cumpărarea de

⁵ Există și efecte secundare importante ale relaxărilor cantitative. Menținerea artificială a unor spread-uri înguste se reflectă în scăderea veniturilor celor care se bazează pe cupon (fonduri de pensii, industria bancară și alți deținători) și în amânarea de către guverne a deciziilor politice dificile necesare pentru reducerea deficitelor bugetare relativ mari. Dar acestea sunt costuri care nu pot fi evitate dacă se dorește scurtarea perioadei de creștere sub potențial a economiei. Parte din pierderile fondurilor de pensii pot fi evitate prin reducerea poverii reglementării care guvernează aceste fonduri.

MBS sunt operații fiscale în natură deoarece afectează în mod direct alocarea resurselor la nivel microeconomic, așa cum face și politica fiscală⁶.

Această filozofie este total diferită de cea apărută la sfârșitul anilor 90, când s-a adoptat țintirea inflației. După 1995 s-au utilizat aproape exclusiv instrumente indirecte pentru modificarea cantității de bani, ceea ce a permis separarea clară a operațiilor monetare de cele cvasifiscale. Rata dobânzii a fost atât o țintă cât și un instrument operațional, permițând separarea banilor de politica monetară, ceea ce s-a reflectat în scăderea ponderii operațiilor monetare în totalul tranzacțiilor pe piața financiară. Sub acea filozofie, banca centrală atingea ținta de inflație dacă promitea în mod credibil o anumită traiectorie a ratelor dobânzii. Cu alte cuvinte, ținta se atingea dacă banca centrală promitea în mod credibil să fie responsabilă.

Astăzi, dimpotrivă, schimbul de active la care m-am referit are șansa să se transmită în inflație dacă este repetat sub un angajament credibil de creștere a ofertei de bani (Bernanke și Reinhart, 2004). Krugman (1998, p.139) a spus că politica monetară va atinge scopul urmărit cu relaxările cantitative “dacă banca centrală poate promite în mod credibil să fie iresponsabilă, să caute un nivel al prețului mai înalt.” Cu alte cuvinte, băncile centrale trebuie să își asume într-un mod foarte disciplinat misiunea de a fi “iresponsabili” de ultimă instanță.

Dacă țările care actualmente se află în capcana lichidității nu reușesc să fie eficiente pe canalul anticipațiilor privind inflația viitoare, și alte țări ar putea intra în capcana lichidității⁷.

⁶ În timp ce toate băncile centrale care fac relaxări cantitative au ca scop general stimularea consumului gospodăriilor și investițiile firmelor, canalele de transmisie vizate sunt specifice. Relaxările cantitative ale Bancii Centrale Europene au ca principal scop reducerea costului la care se împrumută unele state europene din zona euro, dar BCE a cumpărat și bonduri acoperite cu active. Banca Japoniei luptă împotriva deflației cumpărând atât bonduri guvernamentale cât și datorii și acțiuni ale corporațiilor. Banca Angliei utilizează băncile pentru a da bani gospodăriilor și sectorului de afaceri, nu atât prin cumpărări de datorie de la sectorul privat, ci cumpărând cantități importante de bonduri guvernamentale.

⁷ Sunt două perspective tehnice din care se poate privi problema magnitudinii relaxărilor cantitative. Una este *corect vs. incorect*. Din această perspectivă, dacă băncile centrale au dreptate în promovarea acestor politici, așa cum cred și eu, atunci ele evită repetarea greșelilor făcute în anii 30 și ajută economia mondială să evite o depresie prelungită. Dacă politicile de relaxări cantitative sunt greșite, atunci probabil că ele alimentează inflația, pun bazele unei noi crize financiare și oferă motive pentru îngrădirea în viitor a independenței băncii centrale. Sunt mulți economiști care critică apelarea la relaxările cantitative. Printre aceștia sunt Stiglitz și Balcerowicz (Kaminski, 2012). A doua perspectivă este *suficient vs. eficient*, ea aplicându-se doar în cazul în care politicile sunt considerate corecte. Din această perspectivă, pe care o adopt și eu în text, pe de o parte s-ar putea ca băncile centrale să nu fi făcut suficient pentru a stimula cererea. Pe de altă parte, politicile de relaxare cantitativă ar putea să își piardă din eficiență, putând induce tot mai puține afaceri și cheltuieli ale consumatorilor. Cele două perspective se intersectează. Astfel, dacă sunt și *corecte și eficiente*, rezultatele dorite nu au apărut încă pentru că nu s-a făcut încă *suficient*. De această opinie sunt, de exemplu, Janet Yellen, vicepreședintă a Fed, William Dudley, Președintele New York Fed și Alan Posen, fost membru al Comitetului de Politică Monetară al Băncii Angliei. Alternativ, măsurile au fost corecte și eficiente, dar dacă sunt continuate pentru prea mult timp, cum spune Jaime Caruana, aceste măsuri de urgență ar putea avea efecte nedorite. Dacă sunt *corecte dar cu o eficiență scăzătoare*, de asemenea ar putea produce efecte negative începând de la un moment dat. Printre cei care cred această din urmă idee sunt Marvin King, fostul guvernator al Băncii engleze și Athanasios Orphanides,

Dat fiind gradul mare de integrare a comerțului și a piețelor financiare, căderea cererii agregate în țările dezvoltate poate duce la căderea sub zero a ratei naturale reale a dobânzii în toate țările, dând naștere la o capcană a lichidității globale (Cook și Devereaux, 2011). Ieșirea dintr-o astfel de situație complicată ar fi dependentă de implementarea de politici cooperative, dificil de promovat⁸.

Pentru a evita o astfel de situație, relaxările cantitative din țările dezvoltate vor continua. Până acum, măsurile neconvenționale au reușit să mențină ratele dobânzii din aceste țări la niveluri reale negative. Ele nu au reușit însă să le reducă suficient pentru a aduce creșterea economică la potențial. Noile relaxări cantitative vor fi necesare în cantitățile care să asigure că ratele reale ale dobânzii vor continua să scadă pentru a stimula în continuare cererea agregată în aceste țări. Chiar și după dispariția șocului deflaționist, politica monetară va trebui să continue să stimuleze economia, indiferent de nivelul prețurilor în viitor (Eggertson și Woodford, 2003).

4. Relaxările cantitative, pierderile și independența băncii centrale

În timp ce ajută relansarea cererii, relaxările cantitative pot duce la constrângerea (sau chiar pierderea) independenței operaționale a băncii centrale. Aceasta ar însemna că banca centrală nu ar mai putea stabili independent rata dobânzii (sau orice alt instrument operațional) pentru a atinge ținta de inflație.

Este greu de imaginat că, odată constrânsă în țările dezvoltate, independența băncilor centrale ar putea supraviețui în economiile emergente. Astfel, ceea ce astăzi pare să fie o îngrijorare specifică țărilor dezvoltate devine o îngrijorare care privește toate economiile. Constrângerea independenței poate surveni pe două rute: una pur economică și alta politică. În acest paragraf, discutăm despre ruta economică, ruta politică fiind abordată în paragraful următor.

fostul guvernator al băncii centrale a Ciprului, dar și guvernatorul Masaaki Svirakawa (Raportul EYGM Limited și OMFIF Limited) (pentru opțiunile celor citați, a căror sursă nu este citată imediat după numele lor vezi Hilsenrath și Blackstone, 2012). Un sondaj realizat recent de The Wall street Journal arată că, printre economiști, există o majoritate strânsă în favoarea necontinuării relaxărilor cantitative în SUA. Dar, desigur, votul nu este criteriu pentru adevăr.

⁸ Cook and Devereaux (2011, p. 3) au găsit că un răspuns cooperativ optim implică o expansiune fiscală largă în țara care a generat șocul (căderea cererii în țara gazdă), și o rată a dobânzii pozitivă pentru țara străină. Aceasta din urmă (mai puțin lovită) ar trebui să se angajeze într-o minimă expansiune fiscală expansionistă, dar ar trebui să pună rata dobânzii de politică monetară peste nivelul real al ratei sale naturale a dobânzii, pentru a atenua aprecierea termenilor comerțului în țara gazdă, apreciere care amplifică șocul. În opinia mea, agreerea acordurilor pentru astfel de coordonări ale politicilor fiscale și monetare este extrem de dificilă.

Pe ruta economică, independența ar putea fi afectată de pierderile financiare ce ar putea apărea în bilanțurile băncilor centrale de la cumpărarea de bonduri, și/sau de la operațiile cvasifiscale. Indiferent de sursa lor, pierderile mari interferează cu atingerea obiectivului politicii monetare (stabilitatea prețurilor). Dacă pierderile sunt foarte mari, banca își pierde credibilitatea. În acest caz, așa cum subliniază John Nugee, „odată ce populația își pierde încrederea în banca lor centrală, este extrem de dificil de construit un plan B funcțional.” Din acest motiv, banca centrală nu mai poate ancora anticipațiile inflaționiste. Independența se erodează deoarece banca centrală devine dependentă de guvern pentru refacerea capitalului.

Stella (2010) a arătat că eventualele pierderi ale băncilor centrale din țările dezvoltate nu ar fi o problemă. Veniturile din emisiunile de monedă sunt suficient de mari pentru a limita la niveluri irelevante eventuale pierderi care ar putea apărea din operațiile cvasifiscale. Într-adevăr, în țările dezvoltate, băncile centrale sunt creditori neși și fac venituri nu numai din seignorage, dar și din tranzacțiile clasice cu băncile comerciale.

Mai mult, în prezent, deținerile de bonduri guvernamentale produc profituri potențiale istoric anormal de mari. Acest lucru se întâmplă deoarece curba randamentelor a avut o pantă destul de accentuată la începutul crizei. Bondurile cu scadențe pe termen lung au fost finanțate cu rezerve în exces, ale căror costuri sunt aproape zero. Materializarea unora dintre aceste profituri va alimenta fondurile proprii ale băncilor centrale, mărinnd capacitatea de a absorbi eventuale pierderi viitoare. Pe măsură ce relaxările cantitative vor aplatiza curba randamentelor, profiturile potențiale din astfel de operațiuni vor scădea, rămânând însă pozitive atât timp cât costul rezervelor în exces se va menține scăzut.

Totuși, la un moment dat, preferința pentru lichiditate a băncilor, mutată de criză la niveluri istoric anormal de mari, va scădea. Atunci, băncile vor începe să utilizeze rezervele în exces, pe care astăzi le parchează la banca centrală, pentru a credita sectorul real și pentru a finanța diverse operații financiare. Când acest lucru se va întâmpla, băncile centrale vor trebui să crească rata dobânzii pe termen scurt. Pentru aceasta, ele vor trebui să vândă titlurile disponibile în bilanțurile lor în cantități fără precedent, pentru a ține inflația la niveluri relativ joase.

Vânzarea titlurilor va duce la scăderea valorii lor și ar putea genera pierderi în bilanțurile băncilor centrale, ca și altor deținători de bonduri⁹. Pierderile ar putea fi cu atât mai mari cu

⁹ De aici se vede că cumpărările pe scară largă de către banca centrală a bondurilor guvernamentale cu scadențe lungi are efecte redistributive puternice, nefiind sustenabile. Cumpărările pe scară largă reduc veniturile din

cât mai abrupte vor fi, pe de o parte, scăderea în preferința pentru lichiditate a băncilor comerciale (Croitoru, 2012) (care ar putea inversa temporar curba randamentelor) și, pe de altă parte, volumul bondurilor cu scadențe lungi. Totuși, încă înainte ca preferința pentru lichiditate să scadă și ratele dobânzii să crească, vor avea loc ajustări în deținerea de titluri. Dacă maturitățile titlurilor cumpărate sunt relativ scurte, multe din aceste titluri vor fi ajuns la scadență încă înainte ca preferința pentru lichiditate să scadă, fără a produce pierderi¹⁰. Mai mult, volumul deținerilor de bonduri poate fi temporar modificat prin tranzacții *reverse-repo*.

Pierderile vor apărea doar dacă scăderea rapidă a preferinței pentru lichiditate va coexista pentru ceva timp cu o pondere mare a titlurilor cu scadențe relativ lungi. În acest raționament, lungimea scadențelor nu este judecată relativ la alte instrumente, ci relativ la lungimea perioadei pentru care, eventual, preferința pentru lichiditate va scădea foarte rapid. Cu cât mai rapidă este scăderea acestei preferințe, cu atât mai mare va fi ponderea titlurilor cu scadențe relativ lungi. În acest caz, pe măsură ce dobânda de politică monetară va crește (ceea ce se va reflecta și în creșterea ratelor dobânzii plătite la rezervele minime obligatorii), deținerile de bonduri cu scadențe lungi și cu randamente reduse vor fi finanțate cu obligații pe termen scurt mai scumpe.

Bancherii centrali sunt încrezători că vor reuși să inverseze cumpărările de titluri de stat fără probleme, deși există și riscul ca banii injectați să nu poată fi retrași suficient de repede (Smaghi, 2012). Nu au existat însă episoade similare în istorie referitoare la inversarea cumpărărilor uriașe de bonduri, iar unele studii (Park, 2012) arată că această abordare ar putea fi prea optimistă.

Deocamdată se poate spune doar că nu știm cât de rapidă va fi scăderea preferinței pentru lichiditate a băncilor. Dacă va fi graduală, atunci bondurile din activele băncilor centrale s-ar

cupon și cresc veniturile din prețul bondurilor. Invers, când cumpărările pe scară largă vor fi stopate sau inversate, vor crește veniturile din cupon și vor scădea veniturile rezultate din reducerea prețurilor.

¹⁰ Deținerea titlurilor cu maturități relativ lungi nu este o practică chiar neuzuală a unor bănci centrale din țările dezvoltate. De exemplu, Fed-ul deținea înainte de criza din 2008 peste 150 miliarde de dolari în titluri cu maturități de peste 5 ani. Numai în 2009 Fed-ul avea în program să cumpere până la 1,75 triloane de dolari în bilete de trezorerie, bonduri, datorii ale agențiilor guvernamentale și active garantate cu mortgage ale agențiilor, toate cu maturități lungi. Distribuția maturităților rămase la 12 decembrie 2012 arată că 51,6 la sută din titlurile de stat în SUA aveau maturități rămase între 5 și 10 ani, iar 25 la sută din aceste titluri aveau maturități rămase de peste 10 ani. Titlurile acoperite cu mortgage aveau maturități rămase de peste 10 ani în proporție de 99,8 la sută. La data de 12 decembrie 2012, în bilanțul Fed-ului, din totalul titlurilor de trezorerie, datorii agențiilor guvernamentale și titlurilor acoperite cu mortgage (MBS), primele dețin 62,2 la sută, următoarele 3 la sută, iar MBS aproximativ 34,8 la sută. Valiante (2011) a arătat că ponderea titlurilor guvernamentale deținute de BCE, Fed și Banca Angliei în totalul activelor era în 2011 de 22,9 la sută, de 56,3 la sută și respectiv 87,3 la sută, în timp ce băncile centrale respective dețineau datorie guvernamentală în proporție de 5,5 la sută, 11,3 la sută și respectiv 17,7 la sută din total datorie guvernamentală (citată de De Grauwe, 2011).

putea să nu producă pierderi care să nu poată fi acoperite din seignorage, fonduri proprii și alte surse. Astfel, cumpărarea de bonduri s-ar putea să nu ducă, pe ruta economică, la constrângerea independenței băncilor centrale.

Nici operațiile cvasifiscale nu au, intrinsec, potențialul de a duce la pierderea independenței operaționale a băncii centrale pe ruta economică. Operațiile cvasifiscale ar putea produce pierderi care să fie acoperite de veniturile din seignorage, așa cum sugerează Stella (2010). Mai mult, ele s-ar putea dovedi chiar profitabile din punct de vedere contabil. Totuși, studii recente (Park, 2012) arată că posibilitatea producerii neintenționate a inflației are șanse semnificative să se materializeze.

5. Operațiile cvasifiscale și independența operațională a băncii centrale

Pe ruta politică însă, operațiile cvasifiscale au un potențial mare de a duce la constrângerea independenței operaționale a băncii centrale. Chiar dacă operațiile cvasifiscale ale băncii centrale nu ar produce pierderi, ele ridică alte două probleme. Prima, pe care doar o menționez, este aceea că banca centrală, ca și guvernul (parlamentul), nu este în poziția de a se substitui pieței în alegerea câștigătorilor. Sau, cum a spus foarte clar Cecchetti (2012a), „Băncile centrale nu pot rezolva probleme structurale în economie.” Atunci când decide să împrumute un anumit sector, și nu un altul, sau să salveze o instituție financiară, și nu o alta, banca centrală se substituie pieței, distorsionând eficiența alocativă. Aceasta din urmă nu este o preocupare directă a politicienilor.

Celălaltă problemă însă este legată de democrație: spre deosebire de parlament, care are temeiul democratic, chiar dacă nu și economic, de a alege câștigătorii, banca centrală nu-l are. Operațiile fiscale în natură, cum sunt și creditele băncii centrale către diferite sectoare economice, trebuie aprobate pe cale democratică. Aducerea acestor operații ale băncii centrale sub o structură de guvernare similară cu cea a operațiilor fiscale ar fi o preocupare legitimă atât pentru politicieni cât și pentru societate. Dar dacă în acest proces, în mod neintenționat, s-ar pierde independența operațională a băncii centrale, costurile pentru societate ar fi enorme.

Faptul că banca centrală este o birocrație autonomă, cu un bilanț propriu, nu este o întâmplare. În general, birocrațiile autonome, nealese prin vot, sunt răspunsul societății la nevoia acută de a izola anumite activități de influența politică. Autonomia băncii centrale este răspunsul la nevoia de a izola operațiile monetare de influența politicului. Deși politicienii reprezintă, în teorie, voința publicului, ei decid în multe cazuri pe criterii populiste, ceea ce contravine

interesului public pe termen lung. Se știe că, până să fie acordată autonomie operațională băncii centrale, inflația a fost un fenomen predominant și dureros. Din această cauză, politica monetară, dar și alte activități din societate, sunt lăsate spre conducere birocrațiilor autonome, bazate pe expertiză și merit.

Autonomia i-a fost acordată băncii centrale asupra unui bilanț pe care să îl controleze utilizând instrumente indirecte (adică operații monetare) la prețul pieței pentru a atinge ținte implicite sau explicite ale inflației. Suportul teoretic pentru independența operațională a venit de la contribuțiile unor economiști celebri. Ei au dovedit că pentru a menține stabilitatea prețurilor, politica monetară are nevoie (i) de o structură de guvernare care să nu aibă nicio altă funcție¹¹ (Lucas, 1972), (ii) de reguli (Kidland și Prescott, 1977) și (iii) de independență instrumentului (Rogoff, 1985 și Walsh, 1995).

Dar, așa cum subliniază în mod corect Stella (2010), banca centrală a fost identificată cu agentul care exercită autoritatea monetară, ceea ce a dus la identitatea dintre banca centrală și politica monetară. Astfel, cele mai multe bănci centrale ale lumii au căpătat independența de a-și utiliza bilanțul atât pentru politica monetară cât și pentru alte funcții ale sale, inclusiv pentru stabilitatea financiară.

Când, însă, face operații cvasifiscale pentru asigurarea stabilității financiare, banca centrală iese din logica și din aria pentru care i-a fost acordată autonomia. Prin aceste operațiuni, banca centrală intră într-o arie - cea fiscală - pentru care democrația nu permite controlul independent al bilanțului. În democrație, bugetele guvernelor sunt controlate de parlamente. Guvernul poate da cu împrumut numai cu aprobare explicită a parlamentului. Dacă și banca centrală face operații de natură fiscală, atunci apare întrebarea: de ce ar fi operații de aceeași natură guvernate de două structuri de guvernare diferite?

Pentru că nu se poate răspunde convingător la această întrebare, puterea legislativă va tinde să aducă operațiile băncii centrale sub controlul parlamentului, din moment ce acesta guvernează politica fiscală. Așa cum spune Stella (2010), acest lucru poate duce la constrângerea neintenționată și nedorită a independenței operaționale a băncii centrale. Este adevărat că în cercurile informate din țările dezvoltate nu se vorbește de limitarea independenței

¹¹ Recent, Stephen Cecchetti (2012b) consilier economic și șeful departamentului de monetar și economic de la Banca Internațională a Reglementelor (BIS) a spus că problema principală cu care se confruntă băncile centrale este aceea că "Pe măsură ce li se acordă mai multe responsabilități, ele pot ajunge să aibă mai puțină independență" (citată în raportul EYGM Limited și OMFIF Limited, 2012).

operaționale, ci doar de reforma structurii de guvernanta a băncii centrale. Dar nu sunt puține cazurile în care rațiunea a fost învinsă de populism.

Mai mult, operațiile cvasifiscale au loc într-o perioadă în care presiunea asupra băncilor centrale crește. Cererea pentru o mai mare supraveghere politică și noi standarde de transparență și responsabilitate a crescut în intensitate, tensiunile fiind notabile nu numai pentru Fed, Banca Japoniei, Banca Central Europeană și Banca Angliei, dar și pentru alte bănci centrale din țările dezvoltate și din țările în curs de dezvoltare (EYGM Limited și OMFIF Limited, 2012, p. 12).

6. Dezbaterea privind structura de guvernanta a băncii centrale

Posibilitatea pierderii independenței operaționale a băncii centrale datorită operațiilor sale cvasifiscale (intervenții financiare) este doar o fațetă a unei probleme mai complexe: (i) pe de o parte, așa cum a arătat criza actuală, asigurarea stabilității prețurilor la niveluri joase și stabile nu asigură și stabilitatea financiară; (ii) pe de altă parte, intervențiile băncii centrale pentru asigurarea stabilității financiare pot duce la constrângerea independenței operaționale, limitând astfel capacitatea de a asigura stabilitatea prețurilor.

Pentru a rezolva prima parte a problemei, unii economiști propun ca stabilitatea financiară să fie din nou un obiectiv proeminent al băncii centrale, așa cum a fost inițial, atunci când s-a înființat majoritatea băncilor centrale. Această soluție are însă o slăbiciune majoră: există două obiective (stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară) și doar un singur instrument (rata dobânzii). Din acest motiv, cele două obiective pot ajunge în conflict: o creștere a ratei dobânzii necesară pentru a menține inflația în limitele dorite ar putea tensiona bilanțurile private, destabilizând financiar economia. De aceea, unii economiști au sugerat ca rata dobânzii de politică monetară să fie stabilită de guvern (Goodhart, 2010).

Alți economiști (Stella, 2010, Goodhart, 2010) au propus alocarea stabilității financiare unei structuri de guvernanta noi, separată de structura de guvernanta asociată politicii monetare. Ar rezulta, astfel, două structuri noi: o autoritate monetară, cu un bilanț relativ mic, și o autoritate de intervenție, cu un bilanț relativ mare. Conform lui Stella (2010), această din urmă soluție ar permite o distincție clară între politica monetară, politica fiscală și politica de intervenții pe piața financiară.

Autoritatea monetară ar conduce politica monetară. La Stella (2010), aceasta înseamnă conducerea procesului prin care se stabilește o țintă privind rata operațională a dobânzii și se

administrează lichiditatea pentru a realiza o corespondență între rata de piață și cea țintă, astfel încât să se atingă obiectivul de inflație.

Autoritatea de intervenție pe piața financiară ar implementa politica de intervenție pe piețe sau în instituții în distress pentru a modifica prețurile relative sau pentru a furniza lichiditate. Cu alte cuvinte, această autoritate ar emite datorie garantată de guvern și ar îndeplini funcția de creditor de ultimă instanță în limite consistente cu bugetul guvernamental. La Goodhart (2010) e mai simplu. El nu exclude ca rata dobânzii să fie stabilită de guvern, celelalte operații rămânând la banca centrală. Aceasta înseamnă că, în fapt, banca centrală este autoritatea de intervenție.

7. Sunt dezirabile două structuri de guvernare?

Separarea actualei structuri de guvernare a băncii centrale în două structuri diferite este criticabilă din mai multe puncte de vedere. În primul rând, legătura dintre rata dobânzii și stabilitatea financiară nu își schimbă natura. Indiferent cine stabilește rata dobânzii, dacă se urmărește reducerea ratei inflației, atunci bilanțurile se pot tensiona de la o creștere mare a ratelor dobânzii, ceea ce poate duce la creșterea ratei șomajului. Dacă se presupune că stabilirea de către guvern a ratei dobânzii este o soluție, atunci se presupune de fapt că guvernul va accepta o inflație mai mare decât ar accepta banca centrală. Guvernele au stimulente mai mari pentru a evita tensionarea bilanțurilor, și astfel creșterea ratei șomajului, chiar dacă se știe că nu există compromis între inflație și rata șomajului pe termen lung.

În al doilea rând, managementul lichidității ar fi bicefal. În perioadele normale, autoritatea monetară ar stabili lichiditatea pentru ca rata dobânzii de politică monetară să atingă nivelurile compatibile cu ținta de inflație. În perioadele de criză, autoritatea de intervenție ar avea un rol mare în stabilirea lichidității. Este vorba de ocazii speciale, relativ rare, în care autoritatea de intervenție ar opera în capacitatea de creditor de ultimă instanță, și nu banca centrală.

De aici rezultă două probleme. Prima, agenția de intervenție ar avea treabă foarte rar, ceea ce s-ar reflecta în pierderea expertizei în domeniu. Când, după perioada de control al capitalurilor (până în anii 70), au apărut crize bancare în mai multe țări, sarcina tratării acestora a fost delegată spre rezolvare câtorva experți. În zilele noastre acest lucru ar fi de neconceput (Goodhart, 2010). Avantajul unei bănci centrale cu structura de guvernare existentă astăzi în conducerea politicilor neconvenționale este capacitatea de reacție mai

rapidă, dată de instrumentele și capacitatea profesională deja dezvoltate, comparativ cu o agenție guvernamentală.

A doua problemă se referă la schimbarea actorilor în timpul jocului, ceea ce pentru bănci ar fi o mare problemă. Exact în momentele de stres maxim, banca centrală ar trebui să cedeze, temporar, locul central în sistemul bancar unei autorități guvernamentale. În acest caz, nu este clar cum ar trebui definite calitatea și volumul activelor lichide. În mod normal, sub structura curentă a băncii centrale, definiția lichidității ar trebui să asigure atât obiectivul politicii financiare (acceptarea lor în momente de criză) cât și pe cel al politicii monetare (acceptarea lor pentru operații indirecte) (Flandreau, 2010). Dar cu o structură bicefală a lichidității, îndeplinirea acestei cerințe s-ar putea dovedi dificilă.

Al treilea motiv pentru care actuala structură de guvernare este mai bună se referă la rata de schimb (Gregorio, 2010). Aceasta influențează economia prin efectele asupra inflației și asupra stabilității financiare. Atunci când capitalurile sunt mobile, pentru ca stabilirea ratei dobânzii să ducă la atingerea țintei de inflație, rata de schimb trebuie să fie flexibilă. Totuși, în perioade de boom sau de criză, rata de schimb se poate îndepărta mult de la echilibru (reflectând, de exemplu, mișcări de capitaluri), putând rezulta într-o criză a monedei care să se transforme într-o criză bancară. Dacă rezervele valutare sunt administrate de autoritatea de intervenție (dependentă politic), nu există nicio garanție că managementul ratei de schimb se va face în concordanță cu ținta de inflație. Dimpotrivă, sub presiune politică, rata de schimb ar putea fi permanent supraevaluată. Aceasta ar eroda credibilitatea ancorei inflației și ar mări șansele acumulării de dezechilibre externe.

Al patrulea motiv pentru care o autoritate de intervenție este problematică este hazardul moral care rezultă din garantarea intervenției (Gregorio, 2010; De Grauwe, 2011). În esență, autoritatea de intervenție funcționează ca o opțiune. În cazul unui eveniment negativ extrem, ea are aprobarea *ex-ante* să-și extindă bilanțul în mod rapid prin emisiune de datorie garantată de guvern. În vremuri bune, rămâne “tăcută”. Dar avem interesul să emitem o astfel de garanție implicită? Răspunsul este nu, deoarece, conform lui Gregorio (2010), o astfel de asigurare gratuită echivalează cu eliminarea incertitudinii privind intervenția și, astfel, reduce costul riscului la nivel privat. Un cost scăzut al riscului stimulează asumarea de riscuri mai mari de către agenții privați. Hazardul moral s-ar extinde relativ repede și la reglementatori, supraveghetori și alți administratori ai sistemului financiar. Costurile hazardului moral ar putea întrece beneficiile care apar dintr-o intervenție rapidă, astfel că un anumit grad de

incertitudine, asociat cu actuala structură de guvernare ar putea fi de preferat (Gregorio, 2010).

În sfârșit, dar nu în ultimul rând, o nouă structură de guvernare s-ar naște în paralel cu noi reglementări. O dovedesc experiențele recente atât din SUA cât și din Europa. Iar noile reglementări vor determina inovații la nivel microeconomic pentru a reduce costul asociat cu reglementarea. O autoritate însărcinată cu intervențiile în caz de criză va fi întotdeauna în urma inovațiilor pieței, pentru că dacă ar fi invers, crizele nu s-ar mai produce. De aceea, rezolvarea crizelor va cere întotdeauna inovații și inventivitate pentru crearea de soluții rapide.

În fața acestei nevoi, o autoritate de intervenție nu va fi cu nimic mai pregătită comparativ cu o bancă centrală. Dimpotrivă, în perioade de criză, banca centrală este poziționată cel mai bine pentru a asigura stabilitatea financiară. Dar, așa cum se arată în raportul EYGM Limited and OMFIF Limited (2012, p 14), “cu lumea politică devenind tot mai nerăbdătoare să intre în posesia puterilor băncii centrale, această viziune rămâne în minoritate.”

8. *O altfel de soluție*

Argumentele din secțiunea a cincea, referitoare la lipsa bazei democratice a operațiilor cvasifiscale și cele din secțiunea a șaptea, referitoare la dezavantajele unei autorități de intervenție par să creeze o dilemă. Pe de o parte, cineva ar putea trage concluzia că banca centrală ar trebui să se abțină de la operațiile cvasi-fiscale deoarece ele poartă riscul punerii în pericol a independenței sale operaționale și nu sunt democratice. Pe de altă parte, în caz de criză, actualul format al băncii centrale este mult mai adecvat pentru a face față unei crize comparativ cu o autoritate de intervenție.

Dilema în fața căreia pare să ne aflăm este următoarea: alegem ca operațiile cvasifiscale să fie efectuate de banca centrală (în formatul său actual), dând prioritate eficienței operațiilor, în dauna democrației? Sau alegem democrația (modificând formatul actual al băncii centrale) în dauna eficienței operațiilor de stabilitate financiară? Această dilemă nu este însă autentică. Ea este doar o consecință a propunerii de divizare a structurii de guvernare ca soluție pentru democratizarea operațiilor cvasifiscale ale băncii centrale.

Sub propunerea de creare a unei autorități de intervenție se ascund, de fapt, propuneri pentru două schimbări majore față de situația actuală. Prima, și cea mai importantă, este mutarea responsabilității pentru operațiile fiscale la organisme care reflectă voința democratică. A

doua este schimbarea structurii de guvernanta a băncii centrale, adică însăși crearea autorității de intervenție. Prima schimbare este strict necesară, în timp ce a doua nu numai că este nenecesară, dar este și ineficientă, așa cum am arătat în secțiunea a cincea.

Întrucât nu are rost să producem o schimbare nenecesară care ar fi și ineficientă, dilema dispare. Rămâne doar să identificăm cum poate fi făcută mai bine trecerea responsabilității operațiilor cvasifiscale pe care le implementează banca centrală în sarcina unei structuri democratice. Sau, cum a spus guvernatorul Băncii Japoniei (Sirakawa, 2008), trebuie să stabilim cine poartă răspunderea pentru operațiile cvasifiscale într-o societate democratică. Dacă răspunderea o poartă autoritatea fiscală, atunci, așa cum a sugerat guvernatorul Băncii Centrale a Ciprului (Gregorio, 2010), trebuie agreeate *ex-ante* modul de finanțare a pierderilor și suportarea lor de către autoritatea fiscală.

Pentru a fi completă însă, pe lângă suportarea pierderilor de către autoritatea fiscală și definirea modului de finanțare a pierderilor, soluția ar trebui să conțină și agreearea *ex-ante* a limitei până la care autoritatea fiscală își asumă pierderi. Park (2012) a arătat că sprijinul total al autorității fiscale acordat operațiilor cvasifiscale ale autorității monetare este o condiție a unei politici monetare efective. Aceasta ar fi o soluție elegantă pentru democratizarea operațiilor cvasifiscale conduse de banca centrală. Ea ar fi însă dificil de aplicat în zonele monetare care nu se bazează pe o uniune fiscală. Dar lipsa uniunii fiscale nu este un argument în favoarea unei autorități de intervenție, ci în favoarea urgentării unui proces de creare a uniunii fiscale.

Ar fi păcat ca după ce vor scoate economiile dezvoltate din criza în care se află, băncilor centrale să li se “mulțumească” prin modificarea structurii de guvernanta. Divizarea structurii de guvernanta a băncii centrale ar fi validarea neproductivă a proverbului românesc “pe cine nu lași să moară nu te lasă să trăiești”

Bibliografie

Bernanke, Ben S. and Reinhart, Vincent R. (2004). *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, American Economic Review, Vol. 94, No. 2.

Calvo, A. Guillermo (1991). *The Perils of Sterilization*, IMF, Staff Papers, Vol. 38, No. 4 (Dec.), 921-926.

Checchetti, Stephen (2012a), citat de Hilsenrath, Jon and Balckstone, Brian (2012), “Inside the Risky Bets of Central Banks”, The Wall Street Journal, December 12.

Checchetti, Stephen (2012b), citat în “Challenges for central banks: wider powers, greater restraints. The financial crisis and its aftermath”, EYGM Limited and OMFIF Limited (statement to OMFIF, emailed response to survey, 20 February 2012, p. 11).

Cook and Debraux (2011), “Sharing The Burden: Monetary And Fiscal Responses to a World Liquidity Trap” NBER Working Paper 17131, June.

Croitoru, Lucian (2012), „Plitica monetară: ipostaze neconvenționale”, Curtea Veche Publishing, pp. 31-32.

De Grauwe, Paul (2011), “The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?”, CESIFO WORKING PAPER NO. 3569, pp. 8-9.

DeLong, J. Bradford and Summers, H. Lawrence (2012), „Fiscal Policy in a Depressed Economy”, March.

Flandreau, Marc (2010), „Comments on “Minimizing Monetary Policy” by Peter Stella, prepared for the 9th BIS Annual Conference, *The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandate*, Lucerne, Switzerland, June 24-25.

Gregorio, José De (2010), „Comments on “Minimizing Monetary Policy” by Peter Stella, prepared for the 9th BIS Annual Conference, *The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandate*, Lucerne, Switzerland, June 24-25.

Goodhart, Charles (2010), The Changing Role of Central Banks, prepared for the 9th BIS Annual Conference, *The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandate*, Lucerne, Switzerland, June 24-25.

Hilsenrath, Jon and Balckstone, Brian (2012), “Inside the Risky Bets of Central Banks”, The Wall Street Journal, December 12.

Isărescu, Mugur (2012). “Politica Monetară Postcriză: Reconfigurarea Obiectivelor și a Instrumentelor”, disertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității Andrei Șaguna (mai).

Kaminski, Matthew (2012), „Leszek Balcerowicz: The Anti-Bernanke”, *The Wall Street Journal*, December 14.

Kohn, Donald L., 2009. *Interactions between Monetary and Fiscal Policy in the Current Situation*, Speech at the Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectations, and Dynamics in the Current Economic Crisis, Princeton University, Princeton, New Jersey, May 23.

Krugman, Paul (1998). „It’s Baaack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1998 (2), 137-87.

Kydland, Finn, and Edward Prescott (1977), „Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy* (85).

Lucas, Robert Jr. (1972), „Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory* 4, (p. 105).

Mertens, Karel and Ravn, Morten (2012), „Fiscal Policy in an Expectations Driven Liquidity Trap” European Summer Symposium in International Macroeconomics (ESSIM) 2010, Banco de España Tarragona, Spain; 25-28 May 2010.

Nugee, John (2012), citat în “Challenges for central banks: wider powers, greater restraints. The financial crisis and its aftermath”, EYGM Limited and OMFIF Limited (statement to OMFIF, emailed response to survey, confirmed 4 July 2012).

Park, G. Seok (2012), “Central Banks Quasi-Fiscal Policies and Inflation”, IMF Working Paper No. 14, January.

Rogoff, Kenneth (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4. (Nov., 1985), pp. 1169-1189.

Shirakawa, Masaaki (2009). *Unconventional Monetary Policy—Central Banks: Facing the Challenges and Learning the Lessons—Remarks at the Conference co-hosted by the People’s Bank of China and the Bank for International Settlements. Shanghai, August 8.*

Smaghi, Lorenzo B. (2012), citat în “Challenges for central banks: wider powers, greater restraints. The financial crisis and its aftermath”, EYGM Limited and OMFIF Limited (statement to OMFIF, emailed response to survey, confirmed 4 July 2012, p. 14).

Stella, Peter (2010), “Minimizing Monetary Policy”, prepared for the 9th BIS Annual Conference, *The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandate*, Lucerne, Switzerland, June 24-25.

Walsh, Carl (1995), *Optimal Contracts for Central Bankers*, *American Economic Review* (85), March.