

Daniel Daianu, martie 2016

Cine creeaza bani si ce se face cu ei

Suprafinanciarizarea si fragilitatea sistemelor economice este o tema tot mai discutata in mediile academice si acolo unde se formuleaza politici publice, ceea ce include bancile centrale¹. Intermedierea financiara (banci si pietele de capital) are un rol esential in miscarea economiilor moderne. Dar *finanta mare* (*high finance* –cum a numit-o Franklin Delano Roosevelt, presedintele american care a cerut masuri de reglementare dupa Marea Depresiune, cand s-a introdus legislatia Glass Steagall) a devenit mai perturbatoare in ultimele decenii, ceea ce se vede in dinamica ciclurilor financiare, in volumul indatorarii publice si private, in frecventa “momentelor Minsky”². Suprafinanciarizarea este ilustrata de ponderea finantei/industrii financiare in ansamblul activitatii economice –in SUA de pilda, de la 2-3% din PIB in anii 50s la 7-8% in PIB intre anii 2007-2008, cu o incredibila participare in profiturile corporatiste, la peste 40% in ultimii ani premergatori crizei actuale³.

Dar, in ultima instanta, ce conteaza cel mai mult este ce se face cu banii; fiindca una este sa investesti in economia reala si altceva sa faci speculatii pe active financiare, arbitrajand pe diferente de curs si dobanzi si recurgand la *leverage* foarte inalt (asa ceva se intampla mai cu seama in pietele financiare dezvoltate, chiar daca ochii sunt atenti la oportunitati in economii cu pietele financiare mai putin evaluate). De aici si dezbaterile, uneori aprinse, privind “cine creeaza banii”, relatia intre *baza monetara* (*base money/outside money*) furnizata de bancile centrale si ‘banii interni’ (*inside money*), creati de bancile comerciale. In acest context este de plasat controversa privind sistemul bancar cu rezerve fractionare, care este una veche. Aceasta disputa este de pus in relatie cu observatia, si ea veche, ca sistemul financiar este predispus la crize, la fenomene de panica – “atacuri” (*runs*).

Ce a surprins pe nu putini in anii din urma este ca o criza adanca a avut loc in economii avansate, prezumate a avea institutii solide sau autoritati de reglementare care stiu ce fac. Nu intamplator, dincolo de eforturi de reglementare severa a finantei, au aparut propuneri ce vizeaza redesign-ul de fond al

¹ Vezi si Robin Greenwood and David Scharfstein, “The Growth of Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.27, no.2, Spring 2013; Ugo Pagano et.al “Is Europe overbanked”, ESRB Report, June 2014; pentru economii emergente vezi si Ratna Sahay and Martin Cihak, “How much finance is too much: stability, growth and emerging markets”, 20 May 2015, IMF Blog

² “Momente Minsky” privesc situatii coplecitoare create de finanta asupra economiei –asa cum sunt descrise de Hyman Minsky (“Stabilising an Unstable Economy, Princeton University Press, 1986). Cel care a formulat expresia este Paul McCulley in 1998.

³ Suprafinanciarizarea este exprimata si de ponderea in crestere a operatiunilor ce nu privesc economia reala, ci operatiuni financiare, tot mai multe bazate pe derivative –este ceea ce am putea numi “finanta pentru sine”, care extrage rente din economie. Tema suprafinanciarizarii a fost abordat-o si in D. Daianu in “Incontro se indreapta capitalismul” (Polirom, 2009), “Which way goes capitalism” (CEU Press, 2009) “Cand finanta submineaza economia si corodeaza democratia” (Polirom, 2012), “Europa in Impas” (Polirom, 2015)

sistemului bancar/ financiar. Sunt de notat aici, între alții, Mervyn King⁴ (până în 2013 guvernator al Bancii Angliei), Adair Turner⁵ (fost șef al *Financial Supervision Authority* în Marea Britanie), John Kay⁶, Jaromir Benes și Michael Kumhof de la FMI⁷, Martin Wolf, etc. Simptomatice pentru starea de spirit vizavi de bănci este și faptul că în Elveția s-a propus un referendum privind sistemul rezervelor fractionare; dezbateri aprinse au avut loc în Islanda, o țară ingenuchiată de foliile unor bănci, cum s-a petrecut și în Irlanda și chiar Marea Britanie –locul de naștere al Big Bangului (dereglementării) din 1986. În cele ce urmează sunt făcute aprecieri privind creșterea de bani și relația între băncile centrale și cele comerciale din acest punct de vedere⁸.

Băncile comerciale preced băncile centrale

Băncile centrale au apărut la mult timp după cele comerciale și, de-a lungul vremurilor, și-au dezvoltat funcțiile principale așa cum sunt întâlnite în zilele noastre: emisiune de monedă, politică monetară, împrumutator de ultimă instanță (*lender of last resort/LoLR*), garantare a depozitelor până la un anumit nivel, protejare a stabilității financiare⁹. Este de semnalat că unele “bănci centrale” au apărut și pentru a finanța campanii militare ale statelor (regilor), cum s-a întâmplat în Anglia și Franța; aici se întâlnește ceea ce azi am numi finanțare directă a deficitelor bugetului public prin tipărirea de bani.

Băncile comerciale au cunoscut perioada de “*free banking*”, care înseamnă concurența neîngrădită și lipsa unei bănci centrale ca emitent de monedă unică și împrumutator de ultimă instanță. Sistemul rezervelor fractionare nu are deci originea într-o filosofie (paradigma) a funcționării băncilor centrale; el precede apariția băncilor centrale fiind rezultatul constatării de către băncile comerciale că pot acorda credite, că își pot extinde bilanțurile/afacerile considerabil dincolo de resursele proprii și depozitele atrase. Se poate spune că băncile centrale au moștenit sistemul rezervelor fractionare impunând însă reguli prudentiale sistemului bancar –plasarea de rezerve la banca de emisiune, un anumit nivel al capitalului propriu și cerințe de lichiditate în raport cu activele, etc.

Banca centrală, ca banca de emisiune, trebuie să asigure încrederea în monedă, mai ales când aceasta este fiduciară (*fiat money*). Economii moderne sunt monetare prin excelență folosind banii în tranzacții de schimb și financiare¹⁰.

Când banca centrală a devenit banca de emisiune și LoLR, rezervele fractionare au intrat în relație cu politica monetară. Aceasta a avut loc fiindcă băncile centrale au încercat să asigure stabilitatea

⁴Mervyn King, *The End of Alchemy. Money, Banking and the Future of the Global Economy*, London, Little Brown, 2016

⁵Adair Turner, *“Between Debt and the Devil”*, Princeton, Princeton University Press, 2016

⁶John Kay, *“Other’s People Money. Masters of the Universe or Servants of the People”*, London, Profile Books, 2015

⁷Jaromir Benes and Michael Kumhof, *“The Chicago Plan Revisited, IMF Working Paper, 12/2012*

⁸Lucian Croitoru (“*Să nu ucizi o pasare cântătoare*”, Hotnews, 6 ianuarie 2016) a abordat și el această chestiune pornind de la referendumul din Elveția.

⁹Vezi și Charles Goodhart (“*The Central Bank and the Financial System, Cambridge (US), MIT Press, 1995*) și Charles Kindleberger (*A Financial History of Western Europe*, Oxford, Oxford University Press, 1993)

¹⁰Funcția de mijlocire a schimbului este inseparabilă de relațiile între oameni. În închisori, țigari, coji de pâine, operează ca substitute banesti, de mijlocire a schimbului și, uneori, chiar stocare de valoare.

preturilor prin controlul cantitatii de bani (agregate monetare) si, in ultimele decenii, mai ales prin ratele dobanzii de politica monetara (regimul de tintire a inflatiei/*inflation targeting*) -- prin pretul banilor. Trecerea de la controlul cantitatii de moneda (agregate monetare) la cel prin pret, prin rata de politica monetara, a avut cauza in variabilitatea excesiva a relatiei intre baza monetara si masa monetara, intre moneda emisa de banca centrala si “bani interni” creati de bancile comerciale.

Dezbaterea moneda vs. credit

Discutia moneda vs. credit este veche, pe fondul evolutiei sistemului bancar cu rezerve fractionare. Cu peste o jumatate de secol in urma, un raport mult comentat in Marea Britanie spunea ca orice credit este si moneda (Raportul Radcliffe). Aceasta teza este reluata de un studiu al Bancii Angliei in 2014 al lui Michael McLeahy, Amar Radia si Ryland Thomas¹¹, zarva in jurul sau fiind poate excesiva. Aceasta apreciere este facuta in masura in care admitem ca regimul de politica monetara prin controlul preturilor, prin rata de politica monetara, a favorizat expansiunea creditului si dezvoltarea *ciclului financiar*¹².

Insa, chiar daca se considera ca bancile comerciale creeaza “bani interni” prin creditare, trebuie remarcat ca aceasta **se face in virtutea unui mandat**. Adica bancile comerciale multiplica baza monetara (*high powered money*), dar ele nu lucreaza cu o moneda proprie. Bancile folosesc capital propriu si depozite in acest scop. Ca in Marea Britanie, de exemplu, creatia monetara a bancii centrale a ajuns sa reprezinte numai in jur de 3% din masa monetara nu schimba datele problemei si anume, ca Banca Angliei poate limita, in ultima instanta, expansiunea creditului prin pretul banilor (prin rata de politica monetara si transmisia semnalului in pietele monetare/ financiare). A nu accepta aceasta cauzalitate este ca si cum am nega rolul preturilor in economie, in cresterea sau restrangerea activitatii economice; sau, ar echivala cu ipoteza ca bancile comerciale ignora pretul banilor urmarit de banca centrala –mai departe, ca nu ar mai exista politica monetara.

Ca numerarul injectat de o banca centrala in sistemul bancar este la originea creatiei monetare se vede si din urmatorul fapt. Cand sistemul financiar a fost amenintat de prabusire, precum in in criza de acum, bancile centrale din SUA si nu putine state membre ale UE au fost obligate sa injecteze lichiditati; nu bancile comerciale au fost cele care “s-au injectat” cu bani creati de ele. Si mai este un aspect asupra caruia merita sa meditam: cand se naste o panica oamenii isi retrag banii din banci, eventual ii plaseaza in “casete monetare”. Banii pot fi transferati la banci percepute ca fiind mai sigure, dar la nivelul sistemului un “run” pe banci poate fi contracarat numai prin injectii de lichiditati de la un LoLR credibil, de la o banca de emsiune.

Chiar daca s-ar renunta la numerar/cash, situatia nu este alta in esenta. Intrucat, functiile banilor numerar ar fi preluate, este de presupus, de moneda electronica (sunt deja sugestii in acest sens pornind de la nevoia de a stavili iesirea banilor ca numerar din sistemul bancar). Numerarul ar fi inlocuit, sa zicem, de unitati de putere de cumparare (PPU) care ar circula numai electronic. Capitalul propriu al

¹¹ Michael McLeahy, Amar Radia si Ryland Thomas, “Money Creation in a Modern Economy”, Quarterly Bulletin, 1Q, Bank of England, 2014

¹² Vezi si Claudio Borio, The Financial cycle and macroeconomics. What have we learnt?”, BIS, December 2012

bancilor si depozitele ar fi numai sub aceasta forma; rezervele la banca centrala ar fi tot sub forma de asemenea unitati. Altfel spus, ar dispere din ecuatie creatiei de bani numerarul, fara ca relatia intre baza monetara si masa monetara sa se modifice. Bancile comerciale ar acorda imprumuturi in PPU, iar expansiunea creditului ar depinde de cererea gospodariilor si a firmelor in raport cu pretul banilor (ratele dobanzilor).

Bancile comerciale nu pot crea bani interni (prin acordare de credite) in mod nelimitat desconsiderand pretul banilor, care este impus de rata de politica monetara si mecanismul de transmisie monetara. Este adevarat ca la dobanzi de politica foarte scazuta (cum se intampla acum) eficacitatea politicii monetare se reduce copios. Dar si asa, daca cererea de credit este scazuta, bancile comerciale nu pot crea bani in nestire.

Sunt cateva observatii cheie de facut privind relatia intre banca centrala si bancile comerciale in conditiile moderne, cand sistemele bancare nu mai au la baza aur, echivalente metalice:

- moneda in sistem este fiduciara, se bazeaza pe *incredere*, pe garantia autoritatilor publice (statului);

- bancile nu pot furniza alta moneda decat cea sanctionata de banca centrala. In economiile unde circula si alte monede fiind cel mai adesea dolarizate sau euroizate, se pot acorda credite denumite in monede straine acceptate de catre banca centrala (in economia informala pot circula si alte monede);

- bancile sunt licentiate de bancile centrale;

- bancile comerciale se supun reglementarii si supravegherii exercitate de catre banca centrala.

Ca baza monetara da tonul in economie se observa si cand se produce dezintermediere financiara. Banii interni (cei creati de bancile comerciale prin credit multiplicator) pot dispere subit, in timp ce baza monetara nu este afectata daca nu au loc iesiri de lichiditati ale non-rezidentilor. Asa s-a intamplat in numeroase economii in anii crizei din acesti ani –a avut loc si in economia romaneasca unde creditul privat a scazut de la cca 40% din PIB in 2008 la sub 32% in 2014. In timp ce stocul de “bani interni” se poate reduce prin dezintermediere, baza monetara nu descreste in mod automat -- daca nu au loc iesiri de lichiditati din sistem. Drept este insa ca baza monetara poate fi prinsa in ceea ce Keynes a numit “capcana lichiditatii”; intr-o criza acuta preferinta pentru lichiditate creste enorm.

Acordarea de credite este de pus in relatie cu expansiunea operatiunilor financiare ale bancilor. Este de notat in contextual suprafinanciarizarii ca grosul veniturilor nete ale bancilor mari se datoreaza “trading’ului”, activitatilor de arbitraj, derivativelor. Pe fondul interconectarii tot mai mari rezulta fragilitatea accentuata a sistemului bancar.

Creatia de bani si stabilitatea financiara

Apar doua teste mari pe care o banca centrala le are de trecut in privinta stabilitatii monetare/financiare: a) mecanismul de transmisie a politicii monetare, prin control de agregate

monetare, sau prin rata de politica monetara –ambele instrumente (unul cantitativ, celalalt de pret) incercand sa influenteze nivelul activitatii economice, dinamica preturilor in ansamblu (inflatie); si b) ce se face cu banii, cu cei multiplicati (creati) de banci.

Transmisia monetara s-a bizuit in ultimele decenii pe regimul de tintire a inflatiei (IT), dupa ce s-a observat ca un control al agregatelor monetare este foarte aproximativ, in primul rand din cauza instabilitatii cererii de bani. Dar, criza financiara de acum, desi nu a terminat regimul de IT, a ilustrat minusuri ale sale importante: ca a oculat riscuri sistemice, ca a echivalat stabilitatea preturilor cu stabilitatea financiara (neglijarea preturilor activelor financiare). Evenimentele extreme (*lebedele negre*, cum le numeste Nassim Taleb), ca si *incertitudinea*, ca element ce trebuie distins de “risk” (ce presupune evaluare de evenimente cu asociere de probabilitati de productie) au aratat si ele limitele abordarilor ce gandesc ca pietele functioneaza perfect (*Efficient markets hypothesis* a lui Eugene Fama). De aici rezulta insatisfactia in crestere fata de modelele cu care se opereaza in evaluari macroeconomice. Cum spunea Claudio Borio de la Banca Reglementelor Internationale (BIS), modelele utilizate, in care rolul finantei este subestimat, sunt precum “Hamlet fara print”.

Al doilea test, care nu este numai al unei banci centrale fiind al sistemului financiar in ansamblu, al economiei, este **ce se face cu banii**: cand banii se duc prevalent spre speculatie, avem cicluri financiare adanc distorsionate, alternante frecvente tip *avant si prabusire*. Un sistem financiar ce favorizeaza speculatia si indatorarea¹³ este destabilizator pentru economie si conduce in mod inevitabil la crize adanci –mai ales cand efectele de contagiune sunt intense. Ultimele decenii au marit **interconectarea** intre entitati bancare/financiare prin amploarea instrumentelor derivate.

Cand Fed-ul american a fost infiintat in 1913, J.P.Morgan si altii au avut in vedere nevoia unui imprumutator de ultima instanta pentru a stopa panica financiara, contagiunea (ca cea din 1907). Dar una este sa salvezi ce merita sa traiasca si altceva sa salvezi pe cineva numai intrucat este “too big to fail” (“prea mare pentru a fi lasat sa moara”). Dilemele sunt mari din acest punct de vedere. Si procedeu de “bailing-in” este o manifestare a incercarii de a implica finantatorii/investitorii in rezolvarea unor situatii foarte complicate, in conditiile in care bugetele publice sunt foarte incordate. Desi, in cazul unor banci, entitati financiare gigant, este probabil sa se recurga la interventie publica de teama contaminarii sistemului. Nu intamplator Simon Johnson (fost economist sef la FMI), Neel Kashkari (unul dintre artizanii pachetului de masuri (programul TARP), care a evitat prabusirea sistemului financiar in SUA, in lume in fapt, in 2008) si altii pledeaza pentru spargerea entitatilor gigant. Ca presedinte acum al Bancii Federale din Minneapolis (parte a bancii centrale a SUA –Fed), Kashkari a declarat ca bancile foarte mari sunt un risc sistemic in sine pentru economie, ca sunt „prea mari pentru a da faliment”), ca ar trebuie sa fie „sparte”, micsorate.¹⁴

Problema pentru bancile centrale deci este duala: a) ce politica monetara sa faca (alaturi de masuri macroprudentiale /MPP si b) cum sa reglementeze sistemul financiar pentru atenuarea,

¹³ Este *debt overhang* despre care vorbeste adesea Kenneth Rogoff si care este tema de baza in cartea lui Adair Turner (Op.cit)

¹⁴ Neel Kashkari, „Fed official proposes bank break-up”, Financial Times, 17 febr. 2016.

prevenirea unor crize. Acesta este contextul ce a generat discutii de reformare a reglementarii si supravegherii, de reformare a sistemului bancar/financiar.

Propuneri de reforma a sistemului financiar

Unele propuneri de reforma vizeaza intarirea reglementarii si supravegherii, fara a intra in arhitectura de baza a sistemului bancar/financiar –se recurge la intarirea cerintelor de capital si lichiditate, la ingradirea unor operatiuni, transparentizare, limitare de venituri ale bancherilor, etc. Reducerea masiva a leverage-ului (posibilitatea de a utiliza fonduri imprumutate) este o asemenea propunere¹⁵.

Trebuie notata aici distorsiunea creata de teorema Miller-Modigliani care spune ca nu conteaza daca finantarea operatiunilor se face din indatorare, sau prin capital propriu (emitere de noi actiuni); aceasta lema a introdus un efect pervers in conduita bancilor, care si-au marit leverage-ul (indatorarea) incercand astfel sa-si amelioreze profitabilitatea in raport cu capitalul propriu. In conditiile asumarii unor riscuri tot mai mari, periclitarea sistemului in ansamblu s-a accentuat. Afirmatii de genul ca bancile stiu sa isi gestioneze riscurile devin putin credibile avand in vedere subventia implicita de care au beneficiat de-a lungul timpului (ceea ce se traduce si prin *hazard moral*), modul in care isi evalueaza activele prin judecarea riscurilor (modelele utilizate fiind adesea discutabile), conduita in afaceri certata cu legea si cu norme prudentiale impuse de banci centrale. Mike Carney, guvernatorul de acum al bancii Anliei si sef al *Financial Stability Board* afirma in noiembrie 2014 ca exista o mare problema de “cultura bancara”, de conduita a bancilor – idee reiterata de oficiali ai FMI. Sa amintim si manipularea pietelor la care au recurs banci mari si inselarea clientilor prin vanzarea de produse toxice. Toate acestea au condus la aparitia unui sistem bancar/financiar formator cvasi-perpetuu de riscuri sistemice. Si sistemul fiscal, care exclude de la impozitare resurse alocate pentru plata dobanzilor, a accentuat distorsiunea rezultata din aplicarea teoremei Miller-Modigliani. Nu aiurea se spune ca operatiuni ale multor banci, altor entitati financiare mari, au alura unui casino global.

Legislatia Dodd-Frank in SUA si reforme initiale in Europa (in UE) urmaresc reglementarea activitatii bancare mai severa, inclusiv a “sistemului bancar umbra” (*shadow banking*). Dar exista numeroase “portite” si lobby-ul bancar iese pe usa si intra pe fereastra pentru a “indulci” legislatia potrivit intereselor proprii. In Europa se incearca o forma de separare a activitatii de retail de cea de investitii, insa bancile universale raman in picioare. Este de notat ca Raportul Liikanen vorbeste despre separarea de activitati, dar o face cu precautie, intr-un fel de inteles avand in vedere provenienta veniturilor bancilor –cel mai mult din trading .

Sunt si propuneri de reforma care urmaresc modificarea design-ului sistemului, modificarea modelelor de business. Se are in vedere “structura” sistemului bancar, care privilegiaza utilizarea instrumentelor derivate, speculatiile; in acest sens sunt opinii ce sustin impozitarea tranzactiilor

¹⁵ Anat Admati si Martin Hellwig recomanda o crestere puternica a capitalului propriu si limitare de leverage, care sa inlocuiasca cerintele Basel III, ce continua sa faca apel la evaluarea activelor in functie de riscuri (*risk weighted assets*). Aici se vede neincrederea in modelele utilizate de banci, dar si fata de conduita lor, inclinatia lor de a “plasmui” date, de a recurge la metode certate cu legea. (“Bankers’ New Clothes. What is wrong with Banking and what to do about it?”, Princeton, Princeton University Press, 2013)

financiare (prin taxe Tobin)¹⁶. In UE, exista state (intre care Franta si Germania) ce pledeaza pentru o taxare a tranzactiilor financiare pe termen scurt.

Sunt si opinii care pledeaza chiar pentru renuntarea la sistemului rezervelor fractionate pornind de la schema propusa dupa Marea Depresiune de catre Irving Fisher, Frank Knight (caruia datoram distinctia intre *risc* si *incertitudine*), Henry Simons si Paul Douglas prin *The Chicago Plan*. Ideea a fost resuscitata de Jaromir Benes si Michael Kumhof de la FMI si este mentionata de Mervyn King (Op.cit). Este vorba in esenta de a rupe relatia intre baza monetara si creditare in sensul ca bancile care atrag depozite sa nu acorde credite multiplicand resursele atrase (sau cum se spune, desi fara temei, ca se creeaza bani din nimic). Autorii Planului si cei care imbratiseaza aceasta idee ar sparge sistemul bancar in doua: banci de depozite, care sa nu acorde credite (si care sa fie robuste 100% prin activele pe care le detin) si banci de creditare, care sa se finanteze prin capital privat si imprumuturi pe termen lung, sau cu resurse imprumutate de la banca centrala. Astfel ca singura creatie de moneda in sistem ar fi banca centrala.

Ce se intampla cu creditul insa?

Oricare dintre propunerile de reforma a sistemului bancar nu neaga utilitatea creditarii. De credit este nevoie. Chestiunea care apare priveste **dinamica creditului** si, in acest context, **pentru ce se utilizeaza banii**. Este de examinat folosirea banilor, care poate sa cauzeze instabilitate excesiv. Pe acest fir ne intalnim cu teza ciclului financiar, care dupa cum spun expertii ai BIS, poate revela o defectuoasa alocare a resurselor (Jaime Caruana¹⁷, Claudio Borio). Prin urmare, ne intereseaza dinamica creditului si utilizarea banilor.

Cand resursele sunt rau alocate, cu dezechilibre majore rezultate, se creeaza premise pentru o criza de amploare. O lectie a crizei de acum este ca are sens sa gandesti la masuri de restrictionare a creditului (masuri macroprudentiale) si sa nu ignori miopia in alocarea resurselor (de pilda, "explozia" de bunuri non-tradables).

Insa cine sa furnizeze creditul? Chiar daca, intr-un scenariu fantezist acum, numai baza monetara (bani creati de bancile centrale) ar mijloci tranzactii (deci bancile, ca banci de depuneri, nu ar mai confectiona "bani interni"/inside money), tot s-ar ajunge la crize daca investitiile ar esua pe scara larga. Si aici nu ne gandim la o miscare ciclica fireasca a economiei, ci la o recesiune severa. Daca s-ar recurge la un *narrow banking* strict (fara creditare), creditul ar migra catre alte institutii financiare, ceea ce se observa si in prezent cu sistemul bancar umbra; riscuri sistemice ar apare, s-ar amplifica, in alte zone ale sistemului financiar; am avea panica si atacuri (*runs*) pe acele portiuni ale sistemului financiar. Mai ales daca avem in vedere expansiunea sectorului umbra si volumul foarte mare de tranzactii ce se fac prin el, sumele ce misca pietele, cotationile si preturile activelor financiare.

¹⁶ De notat ca la reuniunea anuala de cercetare a BIS din iunie 2015 (care precede reuniunea anuala a Guvernatorilor) invitat sa tina o alocutiune a fost John Kay, care a prezentat tezele principale din cartea sa (Op.cit)

¹⁷ Jaime Caruana, "Stepping out of the shadow of the crisis: three transitions for the world economy", speech at the General Meeting, BIS, Basel, 29 June 2014

Mai mult, este firesc sa ne intrebam daca intr-o economie de piata autoritatea publica are indreptatire sa dirijeze alocarea creditului. A face asa ceva nu numai ca nu ar garanta o buna alocare, dar ar submina logica de functionare a pietelor, alegerile libere ale firmelor si gospodariilor. Ca o banca centrala poate utiliza masuri macropudentiale pentru a limita expansiunea creditului, eventual pentru a influenta unele tendinte, este o alta poveste.

O intrebare ar fi daca reglementarea poate modela sistemul astfel incat speculatiile bancilor care fac investitii/plasamente (si care ar trebui sa nu mai aiba dezechilibru de scadenta intre resurse atrase si credite acordate) sa fie diminuate. Ca este asa se vede si din atentia pe care reglementatorii o acorda functionarii sectorului umbra, pietelor de capital ce vehiculeaza sume imense¹⁸. Ar putea taxa pe tranzactii financiare sa reduca din volumul speculatiilor? Raspunsul nu este clar.

In Romania, rezerve obligatorii mari au insemnat sistem fractionar limitat. Bancile au externalizat imprumuturi, dar in masura in care bani din afara (fonduri europene, investitii de portofoliu, trimeri de la cetatenii straini aflati in strainatate, etc) intra in sistemul bancar romanesc ca "base money", ei obliga la formarea de rezerve la BNR. Si in sistemul bancar autohton o parte din banii veniti din afara si care au rol de baza monetara este prinsa in "capcana lichiditatii"; se manifesta exces de lichiditate in sistem, reflectat in nivelul dobanzilor pe pietele monetare.

Pietele financiare din Romania sunt mai putin dezvoltate si aceasta stare nu este prin definitie negativa; teza ca dezvoltarea economica reclama pietele financiare adanci se cuvine sa fie nuanzata --nu in cele din urma, in lumina lectiilor crizei financiare din ultimii ani. Fiindca este important ce pietele financiare avem in vedere. Piata de capital este bine sa se dezvolte in Romania, dar ar trebui sa finanteze economia alaturi de banci, sau ca alternativa la finantarea bancara; daca se rezuma la a fi teren de jocuri bursiere, mari avantaje nu aduce economiei.

Politici neconventionale

Relaxarea cantitativa (QEs), practicata de banci centrale mari ca mijloc de a stimula activitatea economica --in conditiile in care ratele de politica monetara sunt la nivele mult scazute (ZLB --*zero lower bound*)-- recurge la achizitii de obligatiuni pe pietele secundare; ele insemna injectare de baza monetara in sistem (inclusiv prin achizitii de titluri de stat). De pilda, bilantul FED a crescut de la 800 miliarde in 2008 la peste 4 trilioane USD in 2014. Iar inflatia a ramas foarte mica operand "capcana lichiditatii" si presiuni dezinflationiste (deflationiste) in spatiul global.

Relaxarea cantitativa mizeaza, acolo unde pietele de capital finanteaza masiv economia (ca in SUA) pe schimbarea randamentelor la termene ale obligatiunilor, care sa induca o schimbare in inclinatia de consum prezent fata de consumul viitor; ipoteza este ca economia sufera de un deficit de cerere agregata manifestandu-se si un fenomen intens de *hysteresis* (in conditiile subutilizarii cronice a

¹⁸ ESMA (European Securities Markets Authority) este autoritatea europeana pentru reglementarea pietelor de capital; ea acorda atentie tot mai mare riscurilor sistemice ce apar in pietele de capital. ESMA, alaturi de EBA (European Banking Authority) si EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), face parte din arhitectura sistemului European pentru reglementarea pietelor financiare. ESRB (European Systemic Risk Board) este institua care priveste pietele financiare in ansamblu.

resurselor). In Europa, unde bancile asigura $\frac{3}{4}$ din finantarea economiei, se mizeaza mai ales pe impactul unor dobanzi mici asupra creditarii. Se vede insa eficacitatea limitata a relaxarii cantitative din acest punct de vedere. Problema este ca mecanismul de transmisie este fracturat, scaderea ratelor dobanzilor nestimuland cererea de credite. Dar acest fenomen pare normal in conditii de supra-indatorare si incertitudine mare.

Politicile neconventionale exprima ingrijorarea fata de starea economiilor, randamentul descrescand al politicilor aplicate¹⁹; o formulare utilizata de unii oficiali este “se navigheaza in ape necunoscute” (*in uncharted territories*). Dar si politicile neconventionale dovedesc limite si au efecte perverse. Cat de mare este preocuparea se vede si din faptul ca sunt voci cu rezonanta care fac aluzie la “bani din elicopter” (*helicopter money*)²⁰, expresie datorata lui Milton Friedman cu decenii in urma; ar fi sume care ar ajunge in consum nu pe filiera bancilor comerciale, ci drept credite fiscale de la bugetul public. Ar putea fi monetizate si deficite bugetare prin aceasta metoda. Sa ne amintim ca monetizarea deficitelor a oripilat pe multi in primii ani ai tranzitiei post-comuniste subestimandu-se incordarea structurala din sisteme atunci cand noi preturi relative reclamau o realocare drastica de resurse. Dar ce a provocat inflatie mare in economiile de tranzitie (unde represiunea inflatiei era norma de functionare a sistemului de comanda) dupa liberalizarea preturilor, in criza de acum se vede in cresterea puternica a inclinatiei pentru detinere de lichiditati, in “capcana lichiditatii”. Este notabil ca la conferinta anuala de cercetare a FMI de anul trecut pezentarea inaugurala a a vorbit despre “finantare monetara” (Adair Turner, “The Case for Monetary Finance –An Essentially Political Issue”, Jacques Pollak, IMF annual research conference, 5-6 November, 2015).

Ce va fi in viitor?

Politica monetara in viitor va fi probabil un amestec de control de agregate monetare (prin utilizarea de masuri macroprudentiale –care sunt un eufemism pentru controlul miscarii capitalului) cu regim de tintire a inflatiei mai pragmatic –este ce recomanda si fostul guvernator al Bundesbank, Axel Weber²¹.

Cat priveste sistemele bancare este de gandit ca vor fi:

- accentuate segregari intre functii bancare (retail vs. investment);
- reglementarea si supravegherea se vor intari, cu limite la *leverage* si rezerve mai mari;

¹⁹ A se vedea si lucrarile aparute sub egida FMI: Olivier Blanchard, David Romer, Michael Spence, Joseph Stiglitz(ed), “In the Wake of the Crisis”(Cambridge (Mass). MIT Press, 2012; Georges Akerloff, Olivier Blancard, David Romer, Joseph Stiglitz (ed), “What Have We Learned. Macroeconomic Policy after the Crisis?”, Cambridge(Mass), MIT Press, 2014,

²⁰ Intre ei se numara Kemal Dervis (“Helicopter money?”, 8 March, Project Syndicate, 2016), acum la Brookings Institution si Wolfgang Munchau (*Eurozone woes demand a much bolder response*, Financial Times, 7 March 2016)

²¹ Axel Weber, “Rethinking inflation targeting” (Voxeu, 8 June 2015); “Challenges for Monetary Policy in the EU”, Homer Jones Memorial Lecture at the Federal Reserve Bank of Saint Louis, 13 April 2011

- este posibil ca, in unele tari, sa se plateasca pentru depuneri (invers ca acum): efect al dobanzilor foarte scazute si economisire in crestere (teama de a tine banii sub saltea va compensa lipsa de remunerare a depozitelor).

- deoarece are rol important si poate accentua riscuri sistemice, sectorul bancar umbra va fi reglementat mai sever.

Crizele nu pot fi eliminate in viata reala; este de presupus insa ca pot fi limitate ca amplitudine si ca riscuri sistemice pot fi diminuate, desi nu eliminate. Este necesara o reglementare eficace a sistemului financiar (si separarea *retail banking* de *investment banking* --are sens reintroducerea legislatiei tip Glass Steagall), inclusiv a *shadow banking*-ului, o capitalizare mult mai buna a entitatilor financiare, limitarea *leverage*, etc. Ratiunea instrumentelor macroprudentiale este de a incetini o expansiune periculoasa a creditului.

Daca nu vom reusi sa stavilim o noua criza mare in viitorul apropiat nu este exclus sa se recurga la reforme mai radicale ale sistemelor monetare/financiare, in spiritul propunerilor care vizeaza separarea bancilor de credit de cele de depuneri (cu acoperire integrala a depozitelor prin active lichide) dupa calapodul unui "narrow banking" si reglementarea foarte severa a bancilor ce acorda credite.