

## **Caseta 2. Dezbateri și reconfigurări recente privind unele abordări ale băncilor centrale**

Declanșarea crizei globale din 2008 și evoluțiile ulterioare au determinat dezbateri intense vizând reconfigurări sau rafinări ale unor abordări promovate de băncile centrale în vederea îndeplinirii misiunii acestora de asigurare a stabilității prețurilor și a stabilității financiare. Astfel de reevaluări periodice sunt firești în condițiile unui peisaj economic și financiar internațional care cunoaște modificări ample, mai mult sau mai puțin predictibile, precum și în contextul unui rol complex al acestor instituții în economiile contemporane.

De altfel, numeroase dileme cu care se confruntă bancherii centrali tind să își păstreze actualitatea timp îndelungat sau să genereze controverse intelectuale chiar și după ce păreau a fi fost soluționate. Goodhart (2011) sintetizează cele trei roluri jucate de-a lungul istoriei de băncile centrale: (i) asigurarea stabilității prețurilor; (ii) menținerea stabilității sistemului financiar-bancar; (iii) sprijinirea eforturilor de finanțare a statului în perioade de criză (de pildă, conflicte militare). În aceste condiții, interacțiunea dintre băncile centrale și guverne a cunoscut patru etape istorice distincte: a) era etalonului – aur (circa 1840-1914); b) era controlului guvernamental (circa 1933-1979); c) era piețelor libere (circa 1980-2007); d) etapa actuală, începută odată cu declanșarea crizei din 2008. Dacă prima și a treia perioadă se caracterizează printr-o independență aproape deplină a băncilor centrale, a doua etapă a fost, în schimb, una a subordonării băncilor centrale față de politicile guvernamentale, în timp ce perioada actuală se distinge printr-o mai strânsă cooperare între băncile centrale și guverne.

Este important de avut în vedere că, pe lângă efectele persistente ale crizei financiare globale, această ultimă perioadă a fost marcată și de manifestarea, pe plan mondial, a unor transformări structurale cu relevanță deosebită pentru politica monetară, precum reducerea ratelor naturale ale dobânzilor și slăbirea legăturii dintre inflație și șomaj (aplatizarea curbei Phillips), în paralel cu accentuarea influenței avansului tehnologic asupra sectorului financiar. Răspunsul la aceste provocări a dat naștere unui proces de diversificare a portofoliului de activități și a instrumentarului băncilor centrale. Multe bănci centrale au adoptat, mai devreme sau mai târziu, politici monetare neconvenționale care au condus la expansiunea și diversificarea substanțială a propriilor bilanțuri și au preluat sau și-au extins atribuții privind stabilitatea financiară.

Capacitatea de reacție demonstrată de băncile centrale a încurajat formularea unor noi sugestii privind extinderea domeniului de intervenție a acestora. A fost adus în discuție rolul băncilor centrale în protecția consumatorilor, iar problematica schimbărilor climatice generează solicitări de implicare a acestora în politicile „verzi”. Criza actuală declanșată de pandemie a surprins politica monetară înainte de mult așteptata „normalizare” și a accentuat substanțial presiunea așteptărilor publicului și ale factorilor politici privind intervențiile băncilor centrale. Posibilitatea ca aceste așteptări să testeze limitele politicii monetare și să-i afecteze eficacitatea prin limitarea independenței băncilor centrale a fost deja semnalată în cadrul

dezbaterei privind evoluția și compatibilitatea obiectivelor acestora. Câteva aspecte importante puse în discuție sunt relevate în continuare.

#### Obiectivul stabilității financiare

Includerea stabilității financiare în mandatul unei bănci centrale este motivată de strânsa interacțiune a acesteia cu stabilitatea prețurilor. Ambele sunt esențiale pentru protejarea puterii de cumpărare a banilor și pentru funcționarea fără perturbări a sistemului de plăți (Borio, 2019), iar principalele instrumente ale politicilor specifice (ratele dobânzilor, cerințele minime de capital, plafoanele pentru raportul dintre credit și valoarea colateralului) afectează atât sectorul real, cât și pe cel financiar ale economiei (Carstens, 2019a).

În același timp, exercitarea de către banca centrală a ambelor mandate complică semnificativ deciziile cu privire la politici și evaluarea rezultatelor acestora. În timp ce, de regulă, obiectivul politicii monetare este clar și simplu definit prin ținta de inflație, în cazul stabilității financiare nu există o singură țintă cuantificabilă, iar instrumentele politicii prudențiale sunt numeroase și fiecare dintre ele poate avea efecte secundare importante. În plus, politica prudențială este semnificativ mai expusă presiunilor publicului și tentativelor de influențare din partea factorului politic (Carstens, 2019a).

După criza financiară globală declanșată în 2008 a devenit clar că problema care necesită clarificare nu este dacă, ci cum să fie luate în considerare obiectivele stabilității financiare în formularea politicii monetare. Smets (2013) argumentează, pe baza principiului lui Tinbergen, că stabilitatea financiară trebuie abordată prin politici prudențiale și stabilitatea prețurilor prin politica monetară. În completare însă, dat fiind că eficacitatea politicii prudențiale în prevenirea crizelor sistemice nu este concludent demonstrată încă, ar fi necesar ca politica monetară să adopte și obiective ale stabilității financiare atunci când instrumentele prudențiale dau greș. Esențial este însă ca primordialitatea obiectivului de stabilitate a prețurilor să fie clar afirmată, pentru a atenua riscurile de deteriorare a credibilității politicii monetare, de inconsistență temporală a acesteia și de dominanță financiară. Otmar Issing, fost economist șef al BCE și unul dintre arhitecții strategiei de politică monetară a acesteia, consideră însă că ambiguitatea ierarhizării obiectivelor este greu de evitat, iar riscul reputațional nu este acceptabil. Ca atare, o opțiune mai bună o reprezintă integrarea evaluării riscurilor la adresa stabilității financiare în strategia de politică monetară. O soluție în acest scop poate fi similară pilonului monetar al strategiei BCE, valorificând corelațiile observate între dinamica agregatelor monetare și a creditului, pe de o parte, și cea a prețurilor activelor financiare și ale bunurilor și serviciilor, pe de altă parte (Issing, 2020).

#### Obiectivul sustenabilității mediului (atenuarea schimbărilor climatice)

Transformările climatice și măsurile luate de guverne pentru prevenirea sau atenuarea acestora pot genera efecte economice substanțiale. Este clar că aceste efecte trebuie evaluate și luate în considerare în proiecțiile macroeconomice, care influențează configurarea conduitei politicii monetare, și în anticiparea eventualelor

riscuri relevante din perspectiva atribuțiilor de reglementare și supraveghere. Dincolo de aceste aspecte, se pune însă întrebarea în ce măsură este posibilă și recomandabilă adoptarea de către băncile centrale a unor obiective legate de mediu.

Issing (2020) notează că, în administrarea propriului portofoliu, banca centrală poate aplica considerente „verzi” la cumpărarea de active financiare. Din perspectiva politicii monetare însă, este dificil de justificat adoptarea unor obiective legate de climă, întrucât nu poate fi identificat un mecanism de transmisie a politicii monetare la nivelul indicatorilor de mediu. Issing susține că nu se poate vorbi despre existența unei „politici monetare verzi” și atrage atenția că „lupta împotriva schimbărilor climatice este responsabilitatea guvernelor și legislatorilor. [...] Politicile de mediu cu efecte sociale și economice la scara întregii societăți trebuie să fie în grija celor care răspund în fața votanților”. Mai mult, băncile centrale care „își asumă responsabilitatea pentru sustenabilitatea mediului dincolo de capacitățile lor limitate vor sfârși inevitabil prin a dezamăgi și a-și submina reputația”.

#### Obiectivul adaptării la noile tehnologii și inovații financiare (*Fintech*)

Inovația financiară bazată pe noi tehnologii poate contribui la stimularea incluziunii financiare, creșterea concurenței, diversificarea formelor de economisire și investire și la ieftinirea serviciilor și produselor financiare. În același timp, utilizarea sistemelor automate și a furnizorilor externi de servicii tehnologice generează riscuri semnificative asociate: (i) incidentelor cibernetice cu potențial impact sistemic, (ii) pierderii protecției informațiilor personale senzitive, (iii) lipsei protecției consumatorilor expuși la produse și servicii cu caracteristici dificil de înțeles și (iv) transmiterii fondurilor ilicite prin criptomonede (Carstens, 2019a).

Pentru maximizarea beneficiilor *Fintech* și minimizarea riscurilor la adresa sistemului financiar, directorul general al BRI recomandă băncilor centrale concentrarea asupra următoarelor obiective: (i) studierea în detaliu a caracteristicilor ofertelor *Fintech* dominante pe piața relevantă, (ii) ajustarea domeniului de reglementare pentru includerea noilor entități și activități apărute, (iii) coordonarea reglementărilor pe cât posibil la nivel global și (iv) adoptarea chiar de către băncile centrale a tehnologiilor de ultimă oră pentru a se menține la nivelul de cunoaștere al subiecților reglementării și supravegherii (Carstens, 2019a).

#### Independența băncilor centrale

Extinderea considerabilă a rolului băncilor centrale în economie a reaprins dezbaterile cu privire la independența acestora. Argumente convingătoare susțin că independența este chiar mai necesară după creșterea setului de responsabilități atribuite băncilor centrale.

Este în continuare relevant argumentul independenței pentru evitarea inconsistenței temporale care conduce pe termen lung la inflație mai rapidă fără câștig în termeni de ocupare a forței de muncă (Kydland și Prescott, 1977). La fel de solide sunt și

argumentele în favoarea independenței funcțiilor de reglementare și supraveghere: în lipsa acesteia, banca centrală va fi sub presiune pentru a favoriza beneficiile pe termen scurt ale unor reglementări laxe (spre exemplu cele cu privire la standarde de creditare) care ar amplifica pe termen lung riscurile sistemice (Quintyn și Taylor, 2002). De asemenea, din perspectiva reglementării *Fintech*, independența băncii centrale favorizează consistența temporală a deciziilor și luarea în considerare a tuturor scenariilor relevante (nu numai a celor mai probabile) pentru a asigura o evoluție a noilor tehnologii care să nu submineze stabilitatea financiară (Carstens, 2019a).

Borio (2019) argumentează că protejarea independenței depinde în mare măsură de reducerea decalajului dintre ce se așteaptă de la băncile centrale să facă și ce pot ele face cu adevărat. Comunicarea trebuie să prezinte foarte clar ce pot și ce nu pot face băncile centrale în legătură cu ocuparea forței de muncă și stabilitatea financiară. Și „este la fel de important să se elimine ideea că băncile centrale pot fi motor al creșterii economice. Creșterea sustenabilă necesită un mix echilibrat de politici, inclusiv structurale. Dacă băncile centrale nu gestionează eficace așteptările, atunci inevitabil acestea vor fi înșelate”. În contextul de față, Borio atrage atenția asupra relevanței deosebite a riscului dominanței fiscale, remarcând că „dominanța fiscală anulează *de facto* independența politicii monetare, indiferent de convențiile instituționale *de jure*, deoarece constrânge sever libertatea de acțiune a băncii centrale”.

Bernanke (2017) consideră că discuțiile referitoare la independența băncii centrale și la măsura în care aceasta este necesară într-o perioadă de inflație scăzută și de dobânzi foarte joase, chiar negative în țările dezvoltate, sunt o consecință a recesiunii din 2008. În viziunea sa, dezbaterile nu ar trebui să rămână superficială și să ignore faptul că independența băncii centrale nu înseamnă autonomie deplină și lipsă de răspundere a decidenților de politică monetară.

Bernanke (2017) subliniază câteva rațiuni pentru care banca centrală trebuie să rămână independentă: (i) proiectarea și implementarea politicii monetare pot fi foarte tehnice, iar banca centrală are capacitatea de a le realiza în mod adecvat; (ii) viteza de reacție a politicii monetare este foarte importantă, banca centrală putând răspunde rapid și cu acuratețe la schimbările condițiilor economice și financiare; (iii) o politică monetară eficientă necesită o comunicare „consistentă, coerentă și la timp” cu piețele financiare.

#### Reziliența strategiei de țintire a inflației

Merită remarcat faptul că în majoritatea economiilor avansate și în numeroase economii emergente toate metamorfozele postcriză ale politicii monetare ca răspuns la provocările repetate, inclusiv prin adoptarea pe scară largă a măsurilor neconvenționale și acomodarea într-un cadru largit de obiective ale băncii centrale, s-au produs fără abandonarea strategiei de țintire directă a inflației (sau chiar cu adoptarea acesteia la un moment dat).

Rose (2020) oferă o sinteză sugestivă a succesului țintirii directe a inflației:

- Țintirea directă a inflației este practică în prezent în peste 60 de țări, care produc împreună două treimi din producția lumii. Aici sunt incluse 35 din cele 36 de țări membre OCDE și 17 țări membre G20. Dintre cele 26 de țări în curs de dezvoltare incluse în indicii *MSCI Emerging Markets*, numai nouă nu au adoptat (încă) țintirea directă a inflației.
- Înainte de apariția țintirii directe a inflației, crizele financiare internaționale provenite din crize ale monedelor (*currency crises*) se produceau frecvent. După apariția țintirii directe a inflației, numărul acestora s-a înscris pe un trend clar descendent.
- Țintirea directă a inflației se remarcă prin durabilitate. După 30 de ani de existență a fost trecută cu succes prin teste severe, inclusiv CFG, criza zonei euro, și de curând criza asociată COVID-19. Țările care operează țintirea directă a inflației nu au abandonat strategia.
- Unica excepție, Argentina, a abandonat țintirea directă a inflației după 2 ani, ca urmare a unor decizii contrare spiritului strategiei.
- Țintirea directă a inflației se adaptează. În timp, a devenit mai flexibilă, pentru a răspunde adecvat la fluctuații ciclice ale economiei, și mai receptivă la semnalele din zona stabilității financiare.

Rose (2020) anticipează că nu se vor produce abandonuri ale țintirii directe a inflației din cauza pandemiei COVID-19 deoarece este puțin probabil ca un cadru care a inspirat până în prezent încredere să fie abandonat tocmai într-o perioadă marcată de ample incertitudini, dar și pentru că așteptările stabile privind inflația ajută autoritățile să nu piardă complet de sub control creșterea considerabilă a datoriei publice în contextul pandemiei.

Carstens (2019b) abordează unele limite pe care versiunea teoretică, de manual, a cadrului de țintire a inflației le-ar putea avea din perspectiva aplicării sale de către bănci centrale din economii emergente. În viziunea sa, mai ales canalul financiar al cursului de schimb generează necesitatea unor compromisuri dificile, complicând, în același timp, conduita politicii monetare prin slăbirea transmisiei acesteia. Aprecierea cursului de schimb poate avea, de pildă, efect dezinflaționist pe termen scurt, dar poate contribui și la acumularea de dezechilibre financiare, ceea ce sporește riscul unor ieșiri masive de capitaluri și al deprecierei cursului de schimb în viitor, periclitând stabilitatea prețurilor pe termen mediu.

După cum observă Carstens (2019b), pentru a depăși astfel de probleme, este necesar ca băncile centrale din economiile emergente să încorporeze un grad suficient de flexibilitate și orizonturi temporale suficient de îndepărtate în interpretarea mandatului privind stabilitatea prețurilor. De fapt, unele dintre aceste bănci centrale au răspuns deja provocării prin utilizarea de instrumente suplimentare, inclusiv prin recursul la intervenții pe piața valutară – de natură a evita consemnarea unor fluctuații nedorite ale cursului de schimb – ori prin apelul

la arsenalul macroprudențial, adecvat demersurilor de atenuare a unor dezechilibre sau vulnerabilități specifice economiilor emergente.

Criza economică generată de pandemie este de natură să aducă noi elemente în dezbaterile legate de rolul și atribuțiile băncilor centrale, în condițiile în care acestea au răspuns deosebit de prompt și puternic la izbucnirea ei, utilizând întregul arsenal de instrumente de politică monetară aflat la dispoziție, în scopul atenuării inevitabilei contracții a economiei, precum și pentru asigurarea funcționării line a piețelor financiare în vederea finanțării în bune condiții a populației și a firmelor. Astfel, pe lângă scăderi ample și/sau succesive de rată a dobânzii și furnizarea de lichiditate prin instrumente consacrate, reacția băncilor centrale din întreaga lume, inclusiv din economiile emergente, a inclus apelul pe scară largă – în unele cazuri, chiar în premieră – la instrumente neconvenționale de politică monetară, precum cumpărarea de active financiare și acordarea de credite pe termen lung în vederea susținerii fluxului de împrumuturi către populație și societăți nefinanciare (Cavallino, De Fiore, 2020; Carstens, 2020).

În cazul băncilor centrale din economiile emergente, instrumentul neconvențional la care s-a recurs cel mai mult l-au constituit cumpărările de obligațiuni, în principal guvernamentale, având ca obiective centrale corectarea disfuncționalităților piețelor interne de obligațiuni generate de creșterea aversiunii față de risc a investitorilor și furnizarea de lichiditate acestor piețe, așa cum arată Arslan, Drehmann și Hoffmann (2020). Prin urmare, natura acestor operațiuni este mult diferită față de cea a programelor de cumpărare de obligațiuni lansate în contextul pandemiei de băncile centrale din economiile avansate, ce vizează achiziții ample de obligațiuni corporative și guvernamentale, menite să amelioreze condițiile de finanțare a firmelor, să mențină funcționalitatea piețelor de obligațiuni și să susțină relaxarea politicii monetare în condițiile în care ratele dobânzilor au fost coborâte la limitele lor de eficacitate.

Apelul la măsuri neconvenționale în contextul crizei generate de pandemie a fost o opțiune viabilă pentru băncile centrale din state caracterizate prin echilibre macroeconomice sau dezechilibre minore în perioada anterioară izbucnirii acesteia. În general, în astfel de economii autoritățile au o marjă de manevră mai mare în gestionarea crizei, cu atât mai mult cu cât, după cum subliniază Carstens (2020), bilanțurile băncilor centrale se vor extinde semnificativ în 2020, în paralel cu majorarea datoriei publice. În plus, întrucât depășesc limita tradițională care separă politica monetară de cea fiscală, astfel de măsuri sunt fezabile doar pentru bănci centrale care dețin deja un capital important de încredere și credibilitate, construit printr-o abordare orientată consecvent de-a lungul timpului spre asigurarea și menținerea stabilității macroeconomice (Carstens, 2020).

Reacția băncilor centrale la șocul generat de pandemia COVID-19, în principal a celor din economiile avansate, evidențiază din nou, așa cum arată Carstens (2020), rolul major pe care acestea îl au în gestionarea crizelor, în virtutea capacității de a mobiliza resurse financiare mai rapid decât oricare altă autoritate. În același timp,

însă, aceste măsuri extraordinare de politică monetară – presupuse a fi temporare și limitate ca obiectiv și dimensiune – generează provocări majore în perspectivă, consideră Carstens (2020), în condițiile suprapunerii semnificative dintre politica fiscală și cea monetară, de natură să inducă riscuri la adresa independenței și credibilității băncii centrale. Pentru ca acestea să fie contracarate, este necesar ca sustenabilitatea fiscală să fie asigurată, inclusiv prin reforme structurale, și ca politicile băncilor centrale să rămână concentrate asupra menținerii stabilității macroeconomice, implicit ca acțiunile lor să rămână în linie cu mandatele atribuite, în particular, cu asigurarea stabilității prețurilor și a stabilității financiare. Măsuri agresive care depășesc granițele tradiționale dintre politica fiscală și cea monetară sunt fezabile doar pentru băncile centrale din economiile avansate, care se bucură de o mare credibilitate, în virtutea practicii îndelungate a politicilor orientate către stabilitate, după cum subliniază Carstens (2020).

### Referințe

- Bernanke, B. – „Monetary Policy in a New Era”, lucrare prezentată în cadrul conferinței *Rethinking Macroeconomic Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 12-13 octombrie 2017
- Borio, C. – „Central banking in Challenging Times”, BIS Working Papers, No. 829, decembrie, 2019
- Carstens, A. – „The New Role of Central Banks”, discurs susținut la evenimentul „A Cross-sectoral Reflection on the Past, and Looking Ahead to the future”, cu ocazia celei de-a 20-a aniversări a Financial Stability Institute, Basel, Switzerland, 2019a
- Carstens, A. – „Exchange Rates and Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies”, discurs susținut la London School of Economics, mai, 2019b
- Carstens, A. – „Countering COVID-19: The Nature of Central Banks’ Policy Response”, discurs introductiv susținut în cadrul evenimentului *UBS High-level Discussion on the Economic and Monetary Policy Outlook*, Zurich, 27 mai 2020
- Cavallino, P., De Fiore, F. – „Central Banks’ Response to COVID-19 in Advanced Economies”, *BIS Bulletin* No. 21, 2020
- Goodhart, C. – „The Changing Role of Central Banks” *Financial History Review*, No. 18(2), 2011, pp. 135-154
- Issing, O. – „Encompassing Monetary Policy Strategy Review”, *SAFE White Paper*, No. 68, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M., 2020
- Kydland, F., Prescott, E. – „Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, vol. 85, No. 3, iunie, 1977, pp. 473-492
- Quintyn, M., Taylor, M. – „Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability”, *IMF Working Papers*, No. WP/02/46, martie, 2002
- Rose, A. K. – „iPhones, iCrises and iTargets: Inflation Targeting is Eradicating International Financial Crises in the iPhone Era”, CEPR Policy Insight No.100, mai, 2020
- Smets, F. – „Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?”, Sveriges Riksbank, *Economic Review* 3, număr special, 2013
- Yavuz, A., Drehmann, M., Hofmann, B. – „Central Bank Bond Purchases in Emerging Market Economies”, *BIS Bulletin* No. 20, 2020