
DOCENDO
DISCIMUS
BANCA NAŢIONALĂ A ROMÂNIEI
ACADEMICA



Băncile centrale ale căror monede sunt active de rezervă internaţionale au ajuns la minimul eficienţei instrumentelor pe care le au la dispoziţie. Aceste bănci centrale şi-au utilizat atât rata dobânzii nominal pozitivă (prin reduceri succesive) cât şi maximul de spaţiu din bilanţ (prin cumpărarea de obligaţiuni emise fie de sectorul public fie de cel privat) pentru a îşi juca rolul de împrumutător de ultimă instanţă până la limita credibilităţii.

Cu toate acestea, rezultatele aşteptate de opinia publică întârzie să apară. Dar nu eficienţa instrumentarului băncilor centrale este pusă sub semnul întrebării. Asistăm la dezvăluirea unei contradicţii în chiar natura instituţiei numită bancă centrală, între rolul său şi acţiunea sa. Această contradicţie este legată de orizontul de timp pe care cele două aspecte menţionate sunt definite.

Opoziţia dintre rolul băncilor centrale şi politica monetară pe care ele o fac este mai importantă decât ineficienţa instrumentelor de politică monetare. Evoluţia băncilor centrale după cele de-al doilea război mondial a arătat că ineficienţa poate fi depăşită prin reformularea mix-ului de politici şi definirea unor noi instrumente prin care politica monetară este aplicată. Atunci când banca centrală ca instituţie nu mai are o corelaţie între rolul său, de depozitar al rezervelor de creştere ale unei economii, şi politica sa, de încurajare a dezvoltării sustenabile prin menţinerea stabilităţii preţurilor, ea va dispărea şi o dată cu ea şi credibilitatea dezvoltării viitoare a unei economii (fie ea naţională sau regională).



Există o listă întreagă de gânditori, începând poate cu umanistul englez Richard Taverner[1], care au argumentat convingător că istoria instituţiilor determină rezultatele moderne ale unei naţiuni. Asupra acestui lucru cel puţin cei care lucrează în băncile centrale nu au multe dubii, considerând că băncile centrale din ziua de azi funcţionează în principiu după modelul legiferat în 1844 în Anglia prin Legea lui Peel.

Tot de Anglia se leagă probabil şi cea mai importantă secvenţă a istoriei economice – revoluţia industrială. Aceasta a fost doar rezultatul unei alte Revoluţii, care a zguduit şi a reaşezat instituţiile engleze în 1688. Această modificare în societatea engleză a adus o noutate care însă a dat şansa Angliei să ajungă o putere mondială - statul de drept.

Statul de drept a permis Angliei să devină primul stat suveran care se putea împrumuta oricât, chiar şi atunci când nivelul datoriei publice atingea 260% din PIB, imediat după 1815. Motivul rezidă în aceea că promisiunea că statul englez îşi va plăti datoria era credibilă pentru că însuşi statul englez era construit pe principiul protejării dreptului de proprietate privată. De facto, aceasta înseamnă că era interzisă neplata datoriei. Garantul instituţional al acestei promisiuni era chiar Banca Angliei. Astfel, Banca Angliei este construită pe principiul statului de drept.

Richard Taverner (1505 – 1575) susţinător al Reformei religiei din Anglia este autorul traducerii in limba engleză a Bibliei si al celebrei „The Garden of Wisdom”. Această carte reprezintă o colecţie de fapte, întâmplări şi anecdote istorice prin care sunt subliniate înţelepciunea şi umanismul monarhilor, filozofilor şi conducătorilor din antichitate şi până în perioada contemporană. Sursa acestor fapte şi întâmplări este Erasmus, celebrul profesor

şi tutore al viitorului rege Henric al VIII-lea.

---

[1] Richard Taverner (1505 – 1575) susţinător al Reformei religiei din Anglia este autorul traducerii in limba engleză a Bibliei si al celebrei „The Garden of Wisdom”. Această carte reprezintă o colecţie de fapte, întâmplări şi anecdote istorice prin care sunt subliniate înţelepciunea şi umanismul monarhilor, filozofilor şi conducătorilor din antichitate şi până în perioada contemporană. Sursa acestor fapte şi întâmplări este Erasmus, celebrul profesor şi tutore al viitorului rege Henric al VIII-lea.



Oricine doreşte să înţeleagă cum funcţionează sistemul bancar trebuie doar să citească cartea „Lombard Street" a lui Walter Bagehot (de altfel editorul celebrei reviste „The Economist"). Caracterizarea pe care Bagehot o făcea activităţii Băncii Angliei era destul de acidă, dar repetatele crize de lichiditate de după 1846 motivau acest limbaj. Analiza de atunci a lui Bagehot a adus cel puţin două noţiuni noi care au intrat în activitatea curentă a băncilor centrale şi în vocabularul tehnic.

Legea lui Peel din 1844 obligase banca centrală să facă o divizare clară între resursele şi activităţile departamentelor care se ocupau de emisiune (inclusiv administrarea rezervelor de aur ale băncii) şi respectiv de activitatea comercială a băncii (de scontare). Această împărţire a responsabilităţilor era făcută cu scopul de a permite instituţiei să intervină eficient în momentele de criză de solvabilitate sau de dificultate economică (şocuri de ofertă cum ar fi numite ele azi în mod pompos).

Însă această specializare a departamentelor Băncii Angliei nu a fost suficientă pentru a ajuta în situaţiile de criză de lichiditate. În acea perioadă, nu falimentul unor companii care se ocupau cu comerţul sau al unor bănci locale erau măsura insuccesului unei economii şi a politicii Băncii Angliei, ci scăderea rezervelor de aur de la Banca Angliei. Nivelul rezervelor era esenţial pentru că pe baza rezervelor funcţiona de fapt creditarea şi aceasta permitea dezvoltarea economie pe termen lung.

Prin prisma numeroaselor crize de lichiditate care au afectat City-ul după implementarea Legii Băncii Angliei din 1844, Bagehot propunea în primul rând ca Banca Angliei să devină

împrumutător de ultimă instanţă, pe baza rezervelor de aur pe care le deţinea. Cuvintele lui Bagehot au rămas celebre: „lend freely at high rates”, dar numai contra colateralului de bună calitate. Ratele dobânzii trebuiau să fie atât de mari încât să îi descurajeze pe debitorii care nu aveau cu adevărat nevoie de lichiditate. Până în ziua de astăzi băncile centrale sunt împrumutător de ultimă instanţă, aşa cum a propus Bagehot.

Această măsură însă ar fi fost de prisos dacă nu era lăsat la discreţia Băncii Angliei nivelul ratei dobânzii. Altfel spus, Bagehot a lansat şi principiul independenţei băncii centrale, care este atât de important astăzi.



Înfiinţarea BNR a avut la bază tot un obiectiv legat de viitorul naţiunii (ţării), aşa cum se întâmplase cu Banca Angliei cu aproape două secole mai devreme. Probabil că cel mai important nume din istoria BNR este cel al lui Eugeniu Carada pentru că el este sinonim cel puţin cu două atribute ale activităţii băncii noastre centrale: creditul în monedă naţională şi reglementarea simplă şi clară.

Carada, ca mai toţi aceia care şi-au oferit sprijinul politic pentru înfiinţarea BNR, au văzut în această instituţie un mijloc de dezvoltarea a naţiunii (nu întâmplător numele instituţiei este Banca Naţională a României, şi nu Banca României). Una dintre modalităţile de dezvoltare a ţării, aşa cum este foarte bine subliniat în discursul din Parlament al lui Brătianu, este creditul în monedă naţională.

Carada, care şi-a dedicat viaţa acestei instituţii după înfiinţarea ei, făcea un lucru extraordinar pentru acea vreme: vizita măcar o dată pe lună toate cele prime patru sucursale ale BNR (Iaşi, Brăila, Galaţi, Craiova). Scopul acestor vizite atât de dese era acela de a controla încă o dată calitatea companiilor care veneau la operaţiunile de scontare la BNR.

Carada făcea un lucru pe care bancherii comerciali din ziua de azi l-au uitat cu totul, cu consecinţe grave pentru noi toţi. Reglementare exista şi în acea vreme, şi chiar avea avantajul că era mai simplă şi mai clară. Dar Carada ştia că nu reglementarea (sau supra-reglementarea, sau proasta reglementare, sau populismul) ţine loc de prudenţă individuală.



Ideea unei instituţii care din punct de vedere financiar să aibă rolul de a asigura continuitatea între generaţii prin intermediul rezervelor statului de drept (fie ele şi din metal preţios) nu a apărut din întâmplare la generaţia lui Bagehot sau a lui Carada. Această generaţie fusese expusă la ideile democratice care veneau dinspre apărătorii liberalismului economic, aşa cum era cazul lui Edmund Burke.

Burke, unul dintre cei mai duri analişti ai Revoluţiei Franceze din 1789, spunea că adevăratul contract dintr-o societate nu este cel dintre suveran şi supuşi (aşa cum credea Rousseau), ci cel dintre generaţii. Pentru Burke, numai un astfel de contract asigură statul de drept pe care se bazează existenţa binelui public.

După criza financiară din 2007 măsurile adoptate pentru evitarea colapsului economic au dus la creşterea datoriilor publice la niveluri nesustenabile. Guvernele nu erau nici înainte de criză capabile să ia măsuri care să conducă convingător la scăderea datoriei publice, iar deciziile adoptate în prezent nu fac decât să împingă povara datoriei generaţiilor de azi pe umerii generaţiilor viitoare.

Problema este şi mai complicată dacă se consideră că ceea ce pieţele consideră datorie publică nu reprezintă suma tuturor obligaţiilor publice. Datoria este mult mai mare pentru că guvernele nu au avut niciodată obligativitatea de a publica şi valoarea prezentă a obligaţiilor viitoare care decurg din sistemele de pensii, ajutoare şi de sănătate.

Paleativul la care recurg din ce în ce mai multe ţări – de a înscrie într-un act legislativ cât mai apropiat de legea fundamentală principiul bugetului echilibrat – nu rezolvă problema de bază a nivelului nesustenabil al datoriei publice. Problema fundamentală este că împingerea datoriei publice spre generaţiile viitoare nu face decât să încalce dreptul de proprietate al acestora.



Răspunsul autorităţilor naţionale şi internaţionale la criza financiară din 2007 tinde să se reducă la creşterea cantităţii de reglementare, deşi şi înainte de criză exista o supra-reglementare, în special în cazul băncilor.

Unul dintre cei mai celebri şi mai controversaţi profesori de istorie financiară de azi este profesorul Niall Ferguson. El argumentează că nu supra-reglementarea este soluţia pentru problema dezvăluită de criza din 2007, ci dimpotrivă. Spre exemplu, Ferguson susţine că şi în cazul în care Legea Glass Steagall din 1933 ar fi fost în vigoare la declanşarea crizei financiare, banca Lehman Brothers tot ar fi dat faliment în 2008. Pe aceeaşi linie de argumentare, Ferguson spune că băncile internaţionale mari (de importanţă sistemică) sunt şi au fost şi înainte de criză supra-reglementate şi tot au dat faliment, în timp ce hedge fund-urile care au fost printre puţinele domenii nereglementate (alături de CDS-uri) nu au avut de loc de suferit.

Ceea ce vrea Ferguson să arată este că reglementarea nu este în concordanţă cu activităţile pe care trebuie să le ordoneze, ci dimpotrivă din cauza a prea multe reglementări într-un sistem complex, aşa cum este sistemul financiar , reglementarea devine ea însăşi o sursă de risc sistemic (legea consecinţelor neintenţionate).

Sistemul financiar a devenit extrem de complex atât ca instituţii cât şi ca operaţiuni şi instrumente după anii '70. Lecţia imposibilităţii planificării, pe care cei care au trăit prăbuşirea economiei centralizate au învăţat-o, ar trebui transmisă şi celor care cred că supra-reglementarea este soluţia pentru stabilitatea sectorului financiar.



Această scurtă trecere în revistă a evoluţiei băncii centrale şi a mediului financiar a vrut doar să atragă atenţia asupra faptului că banca centrală este pusă în situaţia de a nu mai fi o instituţie de natură independentă, eficientă şi credibilă.

Independenţa băncii centrale este ameninţată de necesitatea activismului fiscal. Salvarea sectorului financiar a presupus expandarea bilanţului băncilor centrale astfel încât ele fac indirect politică fiscală. Mai mult, persistenţa datoriilor publice mari şi a creşterii economice scăzute va forţa băncile centrale să menţină rata dobânzii la nivel scăzut, fără însă ca aceasta să ajute la repornirea economiei. Politica băncii centrale nu mai este tocmai independentă.

În plus, băncile centrale devin şi supraveghetori ai sistemului financiar. Aceasta înseamnă angrenarea lor într-o activitatea de supra-reglementare, în care chiar exercitarea rolului lor de reglementator va induce riscuri sistemice. Aceasta ar putea duce la scăderea eficienţei activităţii băncii centrale.

Implicarea băncilor centrale în supra - reglementare mai are încă un risc. Ultimii ani au demonstrat că dintre angajaţii băncilor foarte puţini au fost găsiţi vinovaţi pentru înşelarea încrederii clienţilor (încălcarea contractelor), iar şi mai puţini au intrat la închisoare. Probabil că nici Bob Diamond (fostul şef de la Barclays) nu va suferi vreo condamnare, ci doar o diminuare a pachetului de beneficii în urma încheierii contractului cu Barclays. Ori lipsa aplicării prevederilor statului de drept (pedepsirea exemplară a vinovaţilor) va duce la pierderea credibilităţii băncilor centrale.



Evoluţia de după al doilea război mondial a teoriei şi practicii cu privire la rolul politicii monetare şi instrumentele de politică monetară indică o mutaţie semnificativă. Banca centrală nu mai are rol în creşterea economiei, ci în stabilizarea macroeconomică. Instrumentele sale nu mai sunt legate de creditare (deci de agregatele monetare) ci de preţul banilor (deci de rata dobânzii).

Există cel puţin două curente de opinie cu privire la motivul care a dus la modificarea rolului băncii centrale. Primul, cel standard, arată că această evoluţie s-a produs printr-un proces natural de învăţare din greşeli. Astfel, pe măsură ce puterea economică şi militară a SUA s-a consolidat la nivel internaţional, dolarul nu a mai putut fi baza sistemului cursurilor de schimb fixe din sistemul de Bretton Woods. Motivul constă în aceeac că decidenţii americani nu puteau să mai ia decizii strict pe baza criteriilor economice. Apoi, politica monetară a ieşit din umbra politicii fiscale şi ajustarea economică pe baza semnalelor date de oferta agregată a înlocuit ajustarea determinată de factori ai cererii agregate. Finalmente, băncile centrale au devenit actorul principal al stabilizării economice, iar păstrarea stabilităţii preţurilor principala lor misiune.

Celălalt curent, arată că trecerea treptată a băncilor centrale la răspunderea limitată legată de stabilitatea preţurilor prin intermediul regimului de ţintire a inflaţiei s-a făcut datorită presiunilor legate de programele de ajustare ale FMI. Raţiunea acestui argument este că cercetătorii de la FMI au fost convinşi, pe baza unor modele econometrice insuficient dezvoltate, că scăderea volatilităţii inflaţiei ar fi diminuat şi volatilitatea PIB. Aceasta la rândul său ar fi condus la creşterea probabilităţii de recuperarea a împrumuturilor acordate

de FMI statelor aflate în dificultate.

Adoptarea ţintirii inflaţiei are însă implicaţii mai subtile dar mai profunde legate de orizontul de timp pe care politica băncii centrale se concentrează şi ritmul pe care îl impune economiei. Modificările pomenite mai sus au condus la scurtarea sensibilă a acestui orizont de timp (cel puţin mai mică de doi ani). Principala problemă a reducerii orizontului de timp este legată de economisire (sau mai exact de diminuarea percepţiei sale) ca principală sursă a dezvoltării viitoare.



Prima dovadă că orizontul de timp al activităţii băncilor centrale (cu atât mai mult în cazul celor care aplică strategia ţintirii inflaţiei) s-a scurtat este dată de o simplă enumerarea a factorilor care determină intervenţia băncilor centrale. Aceşti factori sunt în principiu aşteptările inflaţioniste, rata inflaţiei şi mişcările de pe piaţa valutară.

În principiu, percepţia cea mai „palpabilă" a publicului şi a mediului de afaceri cu privire la aşteptările inflaţioniste se situează undeva în jurul unui interval de 3 luni, probabil că acesta este orizontul de timp viitor pentru care publicul larg îşi poate reprezenta toate activităţile sale cu cea mai mare acurateţe.

Pe aceeaşi idee, reprezentările cele mai palpabile ale publicului larg cu privire la rata inflaţiei sunt pe un interval de maxim şase luni, probabil că aceasta este perioada de timp trecută pentru care publicul larg are memoria „corectă" a activităţilor economice.

În cazul dinamicii pieţei valutare, intervalul de timp care este perceput este chiar mai scurt şi probabil că se situează sub o lună. De exemplu, FMI a calculat că în cazul României intervalul de timp în care cea mai mare parte a deprecierii leului se transmite în preţuri este de 3 săptămâni.



Aceeaşi scurtare a orizontului de timp este evidentă şi dacă este analizat setul de instrumente pe care politica monetară îl are la dispoziţie.

Rata dobânzii este principalul instrument de politică monetară. Înainte de trecerea la ţintirea inflaţiei, teoria economică considera că instrumentul de politică monetară era o anume cantitate a masei monetare care rezulta dintr-o relaţie exogenă construită de banca centrală. În fapt, ceea ce băncile centrale făceau netransparent înainte de adoptarea ţintirii inflaţiei, şi transparent după adoptarea ţintirii inflaţiei, este să fixeze costul creditului pe termen foarte scurt (overnight) pe piaţa monetară. Această dobândă este utilizată pentru operaţiunile de piaţă monetară.

Rezervele minime obligatorii, celălalt instrument important al băncilor centrale, nu contribuie la prelungirea orizontului de timp al politicii monetare, pentru că ele îşi joacă rolul pe termenul unei luni.



Principalul mecanism prin care politica monetară influenţează economia reală este rata dobânzii. Sectorul bancar şi financiar este mijlocul prin care este transmis acest impuls.

În principiu, statisticile arată că majoritatea creditelor au maturităţi echivalente termenului mediu (1 – 5 ani), însă comportamentul debitorilor din sectorul companiilor este acela de renegociere a creditelor pentru a corespunde cu condiţiile pieţei monetare. În acest mod, atât oferta agregată din economia reală cât şi activul bilanţier al băncilor este împins să se orienteze din punct de vedere financiar către termenul scurt (mai mic de 1 an).

Pe de cealaltă parte, comportamentul de economisire al companiilor este forţat să se limiteze la un orizont de maxim 6 – 9 luni, având în vedere că creditele pot fi renegociate anual. În plus, comportamentul de economisire al gospodăriilor este limitat la perioada de un an din cauza funcţionării economiei cu un orizont de timp redus.

Există două consecinţe ale acestei interferenţe a orizontului scurt al politicii monetare în comportamentul de economisire. În primul rând, gospodăriile, în calitatea lor de ofertă de muncă, nu mai sunt dependente în efectuarea investiţiilor de economisirea proprie pe termen mediu şi ca atare dispare şi nevoia şi înclinaţia spre economisire. În al doilea rând, progresul economic, care depinde în mare parte de inovare şi invenţie, este ameninţat la fiecare ciclu economic scurt. Motivul constă în aceea că sectorul companiilor nu are suficiente fonduri economisite pe termen mediu şi lung destinate activităţii de cercetare – dezvoltare.



În atingerea rolului de stabilizare macroeconomică banca centrală acţionează (sau ar trebui să acţioneze) alături de politica fiscală prin intermediul mix-ului de politici. Altfel spus, cheltuielile de redistribuire trebuie să fie echilibrate de veniturile obţinute prin taxe şi prin inflaţie. Orizontul politicii fiscale este limitat la un an datorită legii bugetului care este anuală. În ciuda exerciţiilor europene de bugetare multi-anuală, baza politicii fiscale rămâne anul fiscal. Pe de altă parte, aşa cum am arătat mai sus, politica monetară are un orizont de timp de execuţie mult mai mic decât un an. Astfel, politicile economice induc o volatilitate anuală în economie prin chiar natura lor.

Politica monetară interacţionează permanent cu economia reală şi preia, prin intermediul cursului de schimb, semnale din afara propriului areal de influenţă. În cazul acestei interacţiuni, modificările au o frecvenţă cu atât mai mare cu cât gradul de deschidere al economiei este mai mare. Oricum, influenţele acestei interacţiuni au un orizont mult mai mic decât o lună.



Din cele expuse anterior, rezultă că cel puţin din trei motive politica băncii centrale este axată pe termen scurt.

În primul rând, rolul, mandatul şi instrumentarul de care dispune banca centrală conduc la o politică încadrată în termenul scurt pentru motivele arătate mai sus.

În al doilea rând, influenţa politicii monetare atât prin intermediul canalului de transmisie cât şi prin interacţiunea cu celelalte politici sau cu economia reală este concentrată pe termenul scurt.

În al treilea rând, răspunderea băncii centrale este definită pe un orizont de timp scurt de un an pentru că obiectivul acelor bănci centrale care au o strategie de ţintire a inflaţiei este să atingă un anumit nivel al unui indicator al inflaţiei într-o perioadă de un an.



Cele două părţi ale acestei prezentări au vrut să pună în evidenţă faptul că băncile centrale se apropie din ce în ce mai mult de un moment de criză al existenţei lor. Criza vine din aceea că rolul lor instituţional este acela de a susţine bazele dezvoltării unei economii pe termen lung, în timp ce acţiunile lor prin intermediul politicii monetare denotă o preocupare pentru termenul scurt.

Probabil că există două scenarii extreme de evoluţie pe mai departe al instituţiei băncii centrale. O extremă este modificarea rolului instituţional al băncii centrale şi reducerea ei la o anexă a politicii fiscale, fără alte răspunderi decât managementul datoriei publice. Cealaltă extremă ar fi o revenire la rolul lor iniţial de gardieni ai economisirii viitoare, însă aceasta ar însemna găsirea unei alte modalităţi de control al inflaţiei prezente.

Realitatea arată că extremele nu sunt scenariile cu cele mai mari probabilităţi de realizare, de aceea băncile centrale vor pluti în deriva actualei crize îngreunându-şi mandatul de stabilitate a preţurilor şi cu cel de stabilitate financiară şi cu cel de manager al datoriei publice. Însă această evoluţie va eroda rapid credibilitatea instituţiei băncilor centrale care venea din acea că ele erau garanţia statului de drept.