

□ □ □ Discurs susținut în cadrul conferinței Bursa - Tendințe în piețele de capital ediția VIII Daniel Dăianu - membru CA al BNR



Digitalizarea are impact asupra circulației banilor, asupra industriei financiare. Și activitatea autorităților de reglementare, a băncilor centrale, este afectată. În continuare abordez câteva aspecte ce privesc relația între Fintech și bani din perspectiva băncilor centrale, a creației monetare. Reiau idei pe care le-am expus în public și în scris, acasă și străinătate.

Băncile centrale au apărut după cele comerciale și, în timp, și-au dezvoltat funcțiile de bază: emisiune de monedă, politica monetară, împrumutator de ultimă instanță (*lender of last resort/LoLR*),
garantare a depozitelor până la un anumit nivel, protejare a stabilității financiare. Băncile comerciale au cunoscut perioada de
"free banking",
care înseamnă concurența neîngrădită și lipsa unei bănci centrale ca emitent de monedă unică și împrumutător de ultimă instanță.

Sistemul rezervelor fracționale nu are deci originea într-o filosofie (paradigmă) a funcționării băncilor centrale, ci precede apariția acestora; acest sistem este rezultatul constatării că băncile comerciale pot acorda credite, că își pot extinde afacerile dincolo de resursele proprii și depozitele atrase. Băncile centrale "au moștenit" sistemul rezervelor fracționale impunând însă reguli prudențiale 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 trebuie să asigure încrederea în monedă, mai ales când aceasta este fiduciară (fiat money). Când banca centrală a devenit bancă de emisiune și LoLR, rezervele fracționale au intrat în relație cu politica monetară. Aceasta a avut loc fiindcă băncile centrale au încercat să asigure stabilitatea prețurilor prin controlul cantității de bani și, în ultimele decenii, mai ales prin ratele dobânzii de politică monetară (regimul de țintire a inflației/inflation targeting) - direct prin prețul banilor. Trecerea de la controlul cantității de monedă (agregate monetare) la cel direct prin preț, prin rata de politică monetară, a avut cauza în variabilitate excesivă a relației între baza monetară și masa monetară, între moneda emisă de banca centrală și "banii interni"(inside money) creați de băncile comerciale.

1. Monedă vs. credit

Discuția monedă vs. credit este veche. Teza că banii sunt creați prin credit este reluată în analize (vezi și M. McLeahy, A. Radia și R. Thomas, "Money Creation in a Modern Economy", Bank of England, Quarterly Bulletin, 2014). Însă, chiar dacă se consideră că băncile comerciale creează "bani interni" prin creditare, trebuie remarcat că aceasta se face în virtutea unor reguli. Băncile comerciale lucrează cu, multiplică baza monetară (*high powered money*); ele nu lucrează cu o monedă proprie. Băncile folosesc capital propriu și depozite în acest scop. Că emisiunea monetară a unei bănci centrale a ajuns să reprezinte foarte puțin din masa monetară nu schimbă datele problemei și anume: băncile centrale pot limita, în ultima instanță, expansiunea creditului prin prețul banilor (prin rata de politică monetară și transmisia semnalului în piețele monetare/ financiare). A nu accepta această cauzalitate este ca și cum am nega rolul prețurilor în economie, în creșterea sau restrângerea activității economice; sau, ar echivala cu ipoteza că băncile comerciale ignoră prețul banilor urmărit de banca centrală - mai departe, că nu ar mai exista politică monetară.

Originea creației monetare se vede și din următorul fapt: când sistemul financiar a fost amenințat de prăbușire în 2008 băncile centrale au fost obligate să injecteze lichidități; nu băncile comerciale au fost cele care "s-au injectat" cu bani creați de ele. Și mai este un aspect asupra căruia merită să medităm: când se naște o panică oamenii își retrag banii din bănci, eventual îi plasează în "casete monetare". Banii pot fi transferați la bănci percepute ca fiind mai sigure, dar la nivelul sistemului un "run" pe bănci poate fi contracarat numai prin injecții de lichidități de la un LoLR credibil, de la o bancă de emisiune.

Băncile comerciale nu pot crea "bani interni" (prin acordare de credite) în mod nelimitat

desconsiderând prețul banilor, care este impus de rata de politică monetară și mecanismul de transmisie monetară ca și de măsuri prudentiale. Este adevărat că la dobânzi de politică foarte scăzută eficacitatea politicii monetare se reduce copios. Dar și așa, dacă cererea de credit este scăzută, băncile comerciale nu pot crea bani în neștire.

Că baza monetară dă tonul în economie se observă și când se produce dezintermediere financiară. Bani interni (cei creați de băncile comerciale prin credit multiplicator) pot dispărea subit, în timp ce baza monetară nu este afectată dacă nu are loc ieșire de lichidități ale non-rezidenților. Așa s-a întâmplat în numeroase economii în anii crizei în timp ce stocul de "bani interni" se poate reduce prin dezintermediere, baza monetară nu descrește în mod automat - dacă nu au loc ieșiri de lichidități din sistem. Dar baza monetară poate fi prinsă în ceea ce Keynes a numit "capcana lichidității"; într-o criză acută preferința pentru lichiditate crește enorm.

1. Renunțarea la cash nu modifică în esență creația monetară

Chiar dacă s-ar renunța la numerar/cash, situația nu este alta în esență. Aceasta întrucât funcțiile banilor numerar ar fi preluate de moneda electronică/digitală; sunt deja sugestii în acest sens unele având în vedere să atenueze ieșirea banilor ca numerar din sistemul bancar pe fondul remunerării scăzute a depozitelor.

Numerarul ar fi înlocuit, să zicem, de unități de putere de cumpărare (PPU) care ar circula numai electronic. Capitalul propriu al băncilor și depozitele ar fi numai sub această formă; rezervele la banca centrală ar fi tot sub forma de asemenea unități. Altfel spus, ar dispărea din ecuația creației de bani numerarul, fără ca relația între baza monetară și masa monetară să se modifice. Băncile comerciale ar acorda împrumuturi în PPU, iar expansiunea creditului ar depinde de cererea gospodăriilor și a firmelor în raport cu prețul banilor (ratele dobânzilor).

Este de remarcat că impulsul către digitalizarea creației de bază monetară (emisă de bănci centrale) este estompat de riscuri pe care digitalizarea le incumbă. În Suedia, care este pe cale să devină o societate "cashless" (ce nu mai folosește numerar), Banca Centrală (Riksbank) are dubii privind robustețea unui sistem completamente digitalizat având în vedere posibile atacuri cibernetice.

1. Cripto-monedele și cantitatea de bani

Bitcoin și alte crypto-monedede au apărut ca fenomen după izbucnirea Marii Recesiuni. La început, teama foarte mare de instabilitate, de inflație scăpată de sub control, au stimulat probabil apariția crypto-monedelor ca active mai "sigure". Inflație foarte mare însă nu s-a manifestat (cel puțin până cum) în economii mature; mai degrabă inflația foarte scăzută (debt-deflation o bună perioadă de timp) a devenit obsesivă pentru băncile centrale din economii avansate. Drept este că fenomene disruptive și incertitudini proliferază în economia globală.

Cripto-monedele sunt, este de gândit, o consecință a crizei financiare; au apărut și ca urmare a scăderii încrederii în cei care decid mersul societății; criza a zdruncinat încrederea că se pot asigura bunuri publice de bază - inclusiv stabilitate financiară. Această neîncredere este de pus în relație cu paradigma simplistă ce a dominat o filozofie de guvernare, credința aproape oarbă în reglementarea foarte laxă (așa numita light touch regulation), în teză că stabilitatea prețurilor asigură în mod automat stabilitate financiară. Bitcoin și alte crypto-monedede oglindesc într-un fel această neîncredere, dorința de a forma "piețe paralele", de a oferi un mijloc de schimb alternativ ce nu ar mai fi supus controlului exercitat de autorități (stat), de băncile centrale, și care ar fi în consonanță cu logica de funcționare a unor structuri non-ierarhice în societate.

Semnificația economică, socială și chiar politică a criptomonedelor merge deci mult mai adânc decât se prezumează în dezbaterile publice obișnuite, cum se discută adesea la seminarii și conferințe privind băncile și piețele de capital. Iar această semnificație nu poate fi interpretată strict printr-o grilă "libertariană" (genul de discurs cum că nu ar mai fi nevoie de bănci centrale, că trebuie să se revină la aur și la "free banking"), sau "anarhică", de descentralizare totală a relațiilor în societate; ea poate fi plasată într-un registru mai larg, care vorbește despre nevoia de reinventare a capitalismului, a modelelor de business și economice.

Alterează crypto-monedele creația monetară? Opinia mea este că nu. Cripto-monedele constituie o porțiune mică, prin ceea ce pretind că fac, în raport cu masa de bani ce servește ca mijloc de schimb, păstrător de valoare, etc. Nu mai spun că volatilitatea foarte mare a cotațiilor crypto-monedelor le împiedică să îndeplinească funcția de "păstrător de valoare" cum se cuvine. Este de notat că înclinația cash-ului de a părăsi sistemele bancare este mică, chiar dacă oamenii nu sunt încântați de remunerarea depozitelor (peste tot, nu numai în România).

Cripto-monedele nu au în spate o autoritate care să îndeplinească funcția de "împrumutător de ultimă instanță", ce este vitală pentru stabilitate financiară, pentru încrederea în întreg sistemul. Și aș spune că această funcție definește statutul de bani. Ai zice că ultima observație se bate cap în cap cu cea privind sursa apariției criptomonedelor. Dar aici nu trebuie să confundăm originea unui fenomen cu portanța sa, cu efectele și utilitatea pretinse. Până una alta, deși există insatisfacție nu de suprafață privind funcționarea industriei financiare, deși există propuneri de reformă a "finanței" (chiar de renunțare la rezerve fracționate - în logica Planului Chicago din 1930, propus de Irving Fisher, Simmons și alții), sistemele financiare nu au colapsat, drept este că și datorită măsurilor neortodoxe ale băncilor centrale mari (prin programe QEs și alte programe).

Cripto-monedele sunt de văzut mai degrabă drept active financiare, care atrag pe cei ce mizează pe câștiguri speculative. Există și probleme de încredere în ele în condițiile în care crypto-monedele au fost înconjurate de scandaluri (inclusiv furturi).

În ultima instanță, ceea ce contează ca banii să fie acceptați ca atare pe scară largă este încrederea pe care cei ce îi folosesc o au în cel care îi emite. Băncile centrale din economiile avansate (și din economii emergente ce au fundamentele solide), în ciuda efectelor majore ale Marii Recesiuni, au salvat sistemele bancare (financiare). Și au făcut aceasta prin funcția evocată mai sus, de împrumutător de ultimă instanță. Cineva ar putea replica că "monedele paralele" sunt în faza infantilă, dar acest argument nu este, cel puțin pentru mine, convingător.

Băncile centrale vor continua să definească regulile în sistemele bancare (financiare) pentru viitorul prefigurabil, să domine scena. Făcând această constatare, remarc totodată că industria financiară trebuie să arate că înțelege riscurile sistemice pe care le creează, inclusiv prin conduita în afaceri.

Spre deosebire de crypto-monedele, "block-chain", ca tehnologie revoluționară, are utilitate evidentă și este în atenția băncilor centrale (pentru sisteme de plăți mai robuste), a băncilor comerciale. Fintech, în general, este o provocare formidabilă pentru industria financiară, pentru bănci. Iar băncile centrale trebuie să aibă în atenție dezvoltarea entităților non-bancare, a companiilor care asigură servicii financiare ce, nu demult, erau în teritoriul strict al băncilor comerciale.

- Ce va fi în viitor

Politica monetară va deveni, probabil un amestec de control de agregate monetare (prin utilizarea de măsuri macroprudențiale - ce sunt un eufemism pentru controlul mișcării capitalului) cu un regim de țintire a inflației mai pragmatic. Se va recurge în continuare la mijloace ne-ortodoxe la nevoie. "Normalizarea" politicilor monetare nu este fezabilă, în opinia mea, în viitorul apropiat.

În economiile emergente, care prin natura lor nu beneficiază de moneda de rezervă ca monedă de emisiune, atenția acordată cursului de schimb va rămâne mare (flotarea controlată/managed floating va fi regim preferat).

Cât privește sistemele bancare, este de gândit că vor fi accentuate segregări între funcții bancare (retail vs. investment de pildă). Reglementarea și supravegherea deja pun limite la leverage și cer rezerve mai mari de capital și lichiditate. Deoarece are rol important și poate accentua riscuri sistemice, "sectorul bancar umbră" va fi reglementat. Piețele de capital vor fi, în general, reglementate mai sever - inclusiv funcționarea crypto-moneleor ca active financiare. Instrumentele macroprudențiale vor avea menirea de a încetini o expansiune periculoasă a creditului.

Dacă nu vom reuși să prevenim o nouă criză mare în viitorul apropiat nu este exclus să se recurgă la reforme mai radicale ale sistemelor monetare/financiare, în spiritul propunerilor care vizează separarea băncilor de credit de cele de depuneri (cu acoperire integrală a depozitelor prin active lichide) după calapodul unui "narrow banking" și reglementarea foarte severă a băncilor ce acordă credite, considerarea lor drept cvasi-utilități publice.

București, 16 aprilie 2019

*

** --□ BNR