



Daniel DĂIANU, 23 iulie 2024

De ce instituțiile fiscale independente naționale au nevoie de o atitudine macroprudențială în activitatea lor*

Marea criză care a izbucnit în 2008 a arătat în mod clar că împrumuturile foarte mari și reglementările slabe pot arunca economiile într-o criză profundă, în timp ce bugetele publice au trebuit să preia datoriile private în SUA și Europa pentru a se evita o prăbușire financiară. În consecință, măsurile macroprudențiale au devenit o caracteristică majoră a activității băncilor centrale.

În alt loc¹, am argumentat că instituțiile fiscale independente naționale (IFI-urile naționale) ar fi, de asemenea, bine să aibă o atitudine macroprudențială în activitatea lor. Cu cât sunt mai complexe și de lungă durată provocările de politici și implicațiile lor fiscale, cu atât mai mult o abordare care ia în considerare riscurile sistemice are sens. Cu toate acestea, am sugerat prudență din partea autorităților europene atunci când tind să extindă atribuțiile IFI-urilor naționale, deoarece multe dintre ele au resurse limitate. De asemenea, implicarea în procesul de elaborare a politicilor (de exemplu: planuri fiscal-structurale pe termen mediu) este foarte delicată și implică un conflict de interese instituțional. Totuși, este esențial să existe o atitudine analitică pentru a se înțelege riscurile sistemice ce afectează bugetele publice, ceea ce implică cunoașterea unui spectru larg de probleme economice. Cum unii experți spun², IFI-urile naționale ar trebui să fie atât câini de pază, cât și „avocați” ai bunelor practici/politici.

Politici monetare și de stabilitate

Ar trebui ca IFI-urile naționale să acorde atenție politicilor monetare și de stabilitate? Cu siguranță, da. Politicile monetare mai puțin bine calibrate și regulile macroprudențiale precare pot accentua fragilitățile financiare și pot provoca crize care pot avea consecințe fiscale grave – criza izbucnită în 2008 este un exemplu elocvent în acest sens.

¹ Daniel Dăianu, “National IFIs need to be stronger, but they should do what they can deliver effectively”, *SUERF Policy Brief*, 23 Febr. 2023, și “National IFIs need to be stronger to perform effectively”, *Intereconomics*, 2 (March), 2024.

² Aspect subliniat la reuniunea OCDE a IFI-urilor naționale și a oficiilor de buget public, Atena, 16-17 iunie 2024.

Programele de relaxare cantitativă (QE) ar trebui examinate, deoarece pot implica pierderi pentru băncile centrale din achizițiile de active pe scară largă³, deși beneficiile QE depășesc costurile atunci când se evită o criză foarte severă⁴. De asemenea, este posibil ca QE-urile să aibă efecte nefaste pe termen lung⁵ în ceea ce privește alocarea resurselor, dar evitarea unei prăbușiri financiare justifică intervenția băncii centrale.

Dacă inflația nu este sub control, aceasta ar putea impune o creștere drastică a ratelor de politică monetară, care s-ar răsfrânge asupra piețelor și ar crește semnificativ costurile serviciului datoriei. IFI-urile naționale, care sunt responsabile cu evaluarea sustenabilității datoriei pe termen lung, ar putea încerca să determine (așa cum fac băncile centrale) rata naturală a dobânzii, R^* , ca valoare de referință pentru ratele de politică pe termen lung, și rata de (in)stabilitate financiară, R^{**6} – aceasta din urmă ar reconcilia stabilitatea prețurilor cu stabilitatea financiară; R^{**} este considerată de bănci centrale, iar autoritățile fiscale/supraveghetorii fiscali ar trebui să facă, de asemenea, același lucru.

Sectorul bancar paralel nu este reglementat adecvat de ani de zile, iar perturbații majore în acest sector pot declanșa contagiune pe piețele financiare. Piețele sunt profund interconectate și argumentul că sectorul bancar paralel nu necesită o reglementare strictă este necredibil. Elisabeth Caul, membră a consiliului de supraveghere al BCE, spune că o creștere masivă a fondurilor private și a altor surse de finanțare în afara băncilor reglementate reprezintă cea mai mare amenințare la adresa stabilității sistemului financiar al Zonei Euro⁷; ea reiterează un argument adus de Andrew Haldane⁸, fost economist-șef al Băncii Angliei, pe fondul crizei financiare, în care a evidențiat pericolele mari reprezentate de interconectivitatea profundă și reglementare slabă. Alții adoptă un raționament similar și această opinie poate fi auzită în diferite dezbateri, la întâlnirile ESRB și ESMA. În acest sens, merită menționată scrisoarea trimisă miniștrilor de finanțe și guvernatorilor băncilor centrale din G20 (pentru întâlnirea din Brazilia) de către președintele Consiliului pentru Stabilitate Financiară, Klaas Knot, președintele Băncii Centrale Olandeze.

Este greu de acceptat atâta letargie în reglementarea adecvată a sectorului bancar paralel⁹. În circumstanțe grave, băncile centrale ar putea fi nevoite să recurgă din nou la elemente de relaxare cantitativă (QE), care au consecințe fiscale; ar putea fi necesar să acționeze precum „creatorii de piață” (așa cum au făcut deja în criza fondurilor de piață monetară din SUA acum

³ Stephen Cecchetti și Jens Hilscher, QE ca o formă de politică fiscală (Fiscal consequences of central bank losses, Voxeu, 26 June, 2024).

⁴ Nu puțini bancheri centrali ar argumenta că băncile centrale pot emite bani de bază (lichiditate) nelimitat, iar aceasta nu ar afecta capacitatea lor de a crea lichiditate. Totuși, aceasta nu este o teză indiscutabilă.

⁵ Claudio Borio, “The Financial cycle and macroeconomics: what have we learned and what are policy implications”, *BIS Working Papers*, no.395, December.

⁶ Akinci, O. et al, “The financial “(in)stability” policy rate”, NYFR, no.946 (2020 (revised May 2023)).

⁷ Elisabeth McCaul, “ECB’s McCaul warns of systemic shadow bank risks”, *The Banker*, 10 July, 2024 and “ECB board member flags rising risk from shadow banking”, *Financial Times*, 11 July, 2024.

⁸ Andrew Haldane, “Rethinking the financial network”, discurs la financial student association, Amsterdam, 2009, și A. Haldane și R. May, “Systemic risks in banking ecosystems”, *Nature*, 469, pp. 351-355.

⁹ Acest lucru reflectă puterea de lobby a acestui sector.

ceva timp și în alte episoade), atunci când lichiditatea dispare și disfuncționalitățile pieței sunt mari.

Politici demografice

Demografia cauzează tot mai multe dureri de cap pentru prognozele pe termen lung ale sustenabilității datoriiilor. Așa cum observă Larch și Busse¹⁰, analiza sustenabilității datoriiilor vine cu un dezavantaj inevitabil: incertitudinile sunt mai mari cu cât perspectiva considerată este pe termen mai lung. Și această provocare poate slăbi eficacitatea controlului cheltuielilor nete pentru sustenabilitatea fiscală. De fapt, incertitudinile mari privesc și dinamica PIB-ului, precum și echilibrul între economisire și investiții, pe măsură ce perspectiva este pe termen lung.

Analiza demografică poate fi o sarcină prea complexă pentru nu puține IFI-uri naționale, dar problema este clară și nu poate fi evitată în evaluările sustenabilității datoriiilor/fiscale. IFI-urile naționale ar trebui să colaboreze cu entități specializate care se concentrează pe analiza demografică.

Schimbările climatice

Schimbările climatice sunt greu de capturat în modele. În plus, efectele pot fi devastatoare pentru economie și societate. Geografia și nivelul de dezvoltare diferențiază societățile în ceea ce privește severitatea compromisurilor de politică între obiective concurente și interconectate: energie ieftină și fiabilă, aer curat și controlul daunelor cauzate de schimbările climatice. Totuși, schimbările climatice reprezintă o provocare globală uriașă¹¹. Atât sectorul public, cât și cel privat trebuie să aibă rezerve; bugetele publice trebuie să aibă spațiu fiscal pentru a face față urgențelor și „incertitudinilor radicale”.

Băncile centrale au creat o rețea care se concentrează pe schimbările climatice. Rețeaua IFI-urilor ar trebui să aibă un grup de lucru care să ia în considerare această provocare extrem de importantă. În ultimii ani au avut loc seminarii care răspândesc informații și cunoștințe între IFI-urile naționale privind captarea impactului schimbărilor climatice în modelare și evaluări, și acest lucru este mai mult decât lăudabil.

Inteligența artificială (IA)

Inteligența artificială (IA) este considerată atât o binecuvântare, cât și o amenințare. Unii o consideră chiar o amenințare existențială (un „Armagedon al IA”) dacă nu este reglementată corespunzător. IA este probabil să aibă un impact uriaș asupra economiei și sectorului financiar¹²; IA poate declanșa și agrava crize financiare, iar IFI-urile naționale ar trebui să monitorizeze evoluția sa.

¹⁰ Martin Larch, Mathias Busse, “Europe’s demographic winter and the new fiscal rules”, VoxEu, 28 June, 2024.

¹¹ A se vedea și Michael Geenstone, “The economics of the global energy challenge”, American Economic Review, AEA distinguished lecture, AEA Papers and Proceedings, 2024, 114, pp.1-30.

¹² A se vedea și I. Aldasoro et.al, “Intelligent financial system: how AI is transforming finance”, BIS Working Papers, no.1194, June 2024.

Recenta întrerupere tehnologică globală (pentru dispozitive microsoft) este un semn al a ceea ce poate merge prost în absența unor soluții de rezervă pentru sistemele tehnice și economice (financiare). Este ironic că debandada din ziua de vineri, 19 iulie, în acest an, a fost provocată de o defecțiune tehnică (o „actualizare software”) la CrowdStrike, o companie de securitate cibernetică. Este demn de menționat că, la conferința anuală a BCE de la Sintra (Portugalia) din acest an, Jerome Powell, președintele FED, a subliniat riscurile cibernetică ca fiind cele mai amenințătoare pentru sistemul financiar. Ca în cazul schimbărilor climatice, ar fi util ca rețeaua IFI-urilor să aibă un grup de lucru și să organizeze seminarii regulate pe această temă.

Politici industriale

SUA au adoptat „Legea privind reducerea inflației”, care întruchipează un puternic reviriment al politicilor industriale dincolo de Atlantic. Uniunea Europeană, de asemenea, a adoptat măsuri de politică industrială care încearcă să întărească avantajele sale competitive și să-și restabilească credibilitatea ca și competitor global (care a fost sever afectată de criza energetică și alte șocuri).

Politicile industriale pot implica politici comerciale protecționiste, în cadrul unui sindrom de orientare spre interior (*inward looking syndrome*), care se răspândește în economiile avansate. Acest lucru ar putea duce cu ușurință la costuri mai mari și presiuni inflaționiste. Trebuie amintit că de-globalizarea și fragmentarea economiei mondiale sunt în curs de desfășurare de ani de zile, un proces amplificat de considerații de securitate și geopolitice.

Politicile industriale și comerciale pot avea succes, sau nu. Mai mult, ele pot implica costuri semnificative pentru bugetele publice. IFI-urile naționale trebuie să acorde atenție acestor politici.

Funcționarea Zonei Euro

O evaluare de către EFB (European Fiscal Board) a poziției fiscale generale a Zonei Euro are sens, dar nu poate fi realizată separat de examinarea poziției macroprudențiale din Zona Euro, deoarece deficitele sectorului privat pot afecta Zona Euro la fel de mult ca deficitele sectorului public. O astfel de evaluare trebuie să ia în considerare și funcționarea sistemului financiar global, în care un rol dominant este jucat de politica monetară a Fed¹³. Prin urmare, este justificat ca EFB să ia în considerare riscurile sistemice generale, care depășesc mandatul de a judeca politicile fiscale.

IFI-urile naționale ar putea fi nevoite să evalueze pozițiile naționale de politică macroprudențială, deoarece acestea influențează dezechilibrele externe și pot face economiile mai fragile. IFI-urile naționale ar trebui să fie preocupate de creșterea datoriiilor private, care, în scenariile cele mai grave, ar putea forța din nou guvernele naționale (și băncile centrale) să

¹³ Așa cum spune Helene Rey, trilema este o dilemă pentru majoritatea economiilor emergente, iar controale asupra fluxurilor de capital pot fi utile (“International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma”, IMF Economic Review, vol 1, no.64, 2016, 6-35).

intervină și să preia o parte din aceste datorii; nu este suficient ca doar EFB să exprime îngrijorări în acest sens.

Ar trebui să existe instrumente disponibile pentru a descuraja datorii private excesive, care să completeze ceea ce fac băncile centrale cu instrumentele lor macroprudențiale¹⁴. Ar interveni guvernele în funcționarea piețelor libere? Da, dar acest lucru nu este neapărat rău într-un mediu în care comportamentul speculativ este ubicuu și intens și există puțină investiție productivă. Agențiile de rating au jucat întotdeauna un rol în acest sens, dar, așa cum au arătat criza financiară și diverse scandaluri, acestea sunt pline de conflicte de interese și judecățile lor nu sunt infailibile, putând fi părtinitoare. Ministerele de finanțe ar trebui să fie profund îngrijorate de creșterea datoriilor private, a datoriilor în general.

Șefii IFI-urilor naționale ar putea participa (unii dintre ei deja o fac) la întâlnirile organelor de supraveghere naționale care se ocupă de riscurile sistemice. În acest context, IFI-urile naționale ar putea evalua adecvarea politicilor bugetare/fiscale în raport cu riscurile sistemice generale.

Trebuie menționat că Consiliul European pentru Riscuri Sistemice (ESRB) și BCE examinează modul în care funcționează reglementările macroprudențiale, iar, din ce în ce mai mult, acest lucru se extinde și la sectorul financiar non-bancar.

Nu în ultimul rând, IFI-urile naționale nu ar trebui să aibă o voce în examinarea funcționării Zonei Euro, chiar și în probleme sensibile – precum o capacitate fiscală comună, EDIS (*European deposit insurance scheme*), un activ sigur comun (*safe asset*) etc. Rețeaua ar trebui să încurajeze elaborarea de documente de poziție/politică pe aceste teme, chiar dacă acestea nu converg. Lupta ideilor trebuie încurajată.

Concluzii

Cu cât provocările politice pe termen lung și complicate și implicațiile lor fiscale sunt mai mari, cu atât mai sensibilă devine o abordare care consideră riscurile sistemice ce impactează stabilitatea generală a unei economii. De aceea, o dimensiune macroprudențială a muncii IFI-urilor naționale are sens.

Cu toate acestea, ar trebui să existe prudență atunci când autoritățile europene tind să extindă sarcinile IFI-urilor naționale, deoarece multe dintre acestea au resurse limitate și riscă să fie suprasolicitate. În același timp, implicarea în elaborarea politicilor (de exemplu: planuri fiscal-structurale pe termen mediu) prezintă capcane.

¹⁴ Cum băncile sunt solicitate să aibă rezerve adecvate de capital și lichiditate, cerințe similare ar putea fi aplicate companiilor care prezintă riscuri sistemice. Apoi, întrebarea este cine ar trebui să fie responsabil de impunerea acestor cerințe. Agențiile de rating joacă un rol în evaluarea performanțelor companiilor, dar istoricul lor de conflicte de interese și scandaluri ar trebui să ne facă prudenți în privința neintervenției autorităților publice. Băncile pot, de asemenea, să restricționeze supraîndatorarea atunci când efectuează due diligence în acordarea creditelor. Totuși, băncile au jucat un rol dăunător în anii care au precedat criza financiară. Se pare că există un rol pentru guverne (alte agenții) în acest sens.

Așadar, este necesar, totuși, să existe o minte perspicace pentru înțelegerea riscurilor sistemice care afectează bugetele publice, ceea ce implică a fi informat și a avea cunoștință de o gamă largă de probleme economice și compromisuri inevitabile în politica publică.

Pe scurt, problema nu este să se lărgească mandatele IFI-urilor naționale într-un mod arbitrar, ci ca acestea să adopte o atitudine analitică ce procesează o gamă largă de informații relevante și consideră riscuri sistemice în proliferare.

*Autorul are deplină responsabilitate pentru acest text.