

Activele crypto „stabile” (*stable coins*) aduc riscuri pentru stabilitatea financiară

Expansiunea sectorului de active crypto, inclusiv a celor numite „stabile” (*stable coins*), este salută de cei implicați în această activitate și de unele guverne. Activele crypto pot afecta însă negativ stabilitatea financiară. În plus, ele prejudiciază politicile băncilor centrale; activele crypto, inclusiv cele „stabile”, formează un circuit paralel, ce erodează puterea băncilor centrale, eficacitatea politicilor monetare.

Ascensiunea activelor crypto a avut loc după criza financiară izbucnită în 2008, când nu puțini au blamat bănci centrale și guverne pentru excesele industriei financiare; a fost o reacție la erori ale celor care au reglementat industria financiară încercându-se crearea unui sistem financiar alternativ, descentralizat (lipsit de un *centru*¹). Paradoxul este că în situații de criză și panică în sistemul financiar tot băncile centrale intervin, îndeplinind funcția de *lender of last resort* (împrumutător de ultimă instanță) – cum s-a întâmplat în criza financiară globală.

Activele crypto „stabile” (*stable coins*) sunt văzute de emitenți ca un tip de active ce nu ar mai avea dezavantajul volatilității și care ar facilita plăți interne și internaționale (cu costuri inferioare celor bancare). Ironia este că bănci comerciale mari se implică în acest „business”, deși știu că expansiunea excesivă a tranzacțiilor, inclusiv prin asemenea active, în lipsa unor reglementări adecvate, pune sămânța pentru o nouă criză financiară².

Nu tokenizarea, digitalizarea, tehnologia blockchain sunt controversate, ci utilizarea activelor crypto (*stable coins*) ca inovații financiare. Să ne aducem aminte de explozia de „inovații” ce a precedat criza financiară globală, dintre care multe s-au dovedit mai mult decât riscante – unele fiind toxice, de-a dreptul păcăleli.

Activele crypto „stabile” (*stable coins*) în relațiile financiare internaționale

Neînțelegeri în relațiile comerciale (războiul comercial) se repercutează asupra piețelor valutare și financiare în ansamblu. Evoluția dolarului SUA (USD) în acest an³ exprimă modul în care piețele financiare au perceput politica economică de peste Ocean. Măsuri ce pot accentua deficitul bugetar și crește datoria publică a SUA cu trilioane ridică semne de întrebare.

Într-un text anterior⁴ am respins posibilitatea ca USD să piardă statutul de principală monedă de rezervă în sistemul financiar internațional. Dar o datorie publică în creștere constantă, o nouă dereglementare a industriei financiare și încurajarea activelor crypto în general, a celor „stabile” (*stable coins*) – inclusiv prin adoptarea de legislativul american a *Genius Act* (ce privește

¹ Centrul fiind banca centrală.

² Jamie Dimon este de o sinceritate dezarmantă când avertizează privind riscurile expansiunii excesive a creditului bancar, dar că totuși rentează pentru J.P. Morgan să participe la circuit (Alexander Saeedy, “Dimon warns on private credit but wants JP Morgan to jump in”, *Wall Street Journal*, 15 July 2025). Financial Times a anunțat în 22 iunie ca J. P. Morgan explorează posibilitatea de a accepta active crypto drept colateral la credite acordate!

³ În jur de 1,7 dolari SUA pentru 1 euro în iulie 2025, față de aproape paritate în 2022, când Rusia a invadat Ucraina.

⁴ Daniel Dăianu, „De ce un *default* (insolvență) a SUA este un nonsens”, *Hotnews*, 14 mai, 2023.

reglementarea *stable coins*) –, pot adăuga riscuri privind stabilitatea sistemului financiar internațional, pot amplifica efecte de contagiune în momente de criză, pot cauza mișcări de capital contrare gândirii convenționale – pentru care economia americană este cea mai robustă din lume⁵.

Să vezi în expansiunea activelor crypto „stabile” (*stable coins*) în interior și în lume o modalitate de a obține un câștig care să diminueze costul serviciului unei datorii publice ce crește cu trilioane de USD⁶ este o idee cu riscuri. Ce s-ar întâmpla dacă încrederea în T-bills s-ar diminua, așa cum s-a văzut la debutul războiului comercial în acest an?

Stabilitatea financiară în UE

Sistemul financiar american este bazat pe piețe de capital, care asigură peste 2/3 din finanțarea economiei; în Europa, băncile comerciale constituie de departe grosul finanțării. Și mai este o diferență de fond între sistemul financiar de peste Ocean și cel din UE: gradul de integrare financiară, fiindcă SUA sunt o entitate federală (au unitate jurisdicțională), în timp ce UE nu are această alcătuire.

Ceea ce președinta BCE, Christine Lagarde, a numit „momentul euro”, pe fondul unor măsuri ale Administrației Trump, nu se poate realiza fără o integrare financiară (instituțională) de adâncime. Iar o integrare mai adâncă trebuie să surmonteze abordări protecționiste în state membre din UE⁷ și deficitul de mecanisme și instrumente corespunzătoare pentru o piață „unică”.

Este posibilă o integrare mai adâncă fără o *capacitate fiscală comună (joint fiscal capacity)*, o trezorerie comună? Adică emisiune de obligațiuni comune în mod constant – deci, nu numai pentru situații excepționale, precum pandemia și cheltuieli militare sporite; sau în lipsa unei scheme colective de asigurare a depozitelor. Gândul că active crypto „stabile” ar ajuta la formarea unui activ financiar sigur (*safe asset*), care să fie precum US treasuries (T-bills), este curios⁸. Pot *stable coins* fi o cale scurtă către o integrare financiară mai adâncă în UE? Am îndoieli. Și de ce tokenizarea ar fi esențializată de *stable coins* și nu de o monedă digitală (CBDC) a BCE, de o infrastructură ce permite tokenizarea plăților între bănci comerciale?

Dereglementarea pieței financiare din nou (după reglementările cerute de consecințele crizei financiare din 2007-2008), pentru care pledează mari bănci europene (ca și în SUA de altfel) – apropo de reguli privind capitalul propriu și rezerve de lichiditate, securitizare, folosirea de active crypto „stabile” (*stable coins*), prezintă riscuri nu închipuite.

BCE are temeii să fie preocupată de o posibilă proliferare a *stable coins* în UE, mai ales a celor care au drept colateral USD și T-bills – deoarece aceasta poate conduce la o erodare a suveranității monetare. Totodată, o expansiune a activelor crypto ar slăbi politica monetară a

⁵ Pentru o descriere a istoriei dolarului american după Al Doilea Război Mondial, vezi și Kenneth Rogoff, *Our dollar, your problem*, New Haven, University Press, 2025.

⁶ Raționamentul ar fi că cererea crescută de colateral, de bonuri de tezaur (T-bills), ar reduce randamentul de tranzacționare pe piață al acestora și, astfel, costul finanțării deficitului bugetar al SUA.

⁷ Vezi, de pildă, reacția în Germania față de intenția Unicredit de a prelua Commerzbank.

⁸ Lorenzo Bini Smaghi, Europe need to shrug off fears and seize stable coins, *Financial Times*, 15 July 2025.

BCE. Aici se cuvine să se facă distincție între tokenizare ca proces în sistemul bancar și proliferarea de *stable coins*⁹.

Comisia Europeană este mai flexibilă în privința acceptării de *stable coins*, probabil considerând că astfel ar fi stimulată dezvoltarea uniunii piețelor de capital în UE și sprijinirea activității economice în vremuri foarte dificile.

Banca Reglementelor Internaționale (BRI) judecă ca BCE. BRI a avertizat că activele crypto „stabile” (*stable coins*) nu îndeplinesc funcții de bază care să le faca comparabile cu o monedă¹⁰:

- unicitate (*singleness*), acceptabilitate universală¹¹, ceea ce face ca, de pildă, 1 euro să fie 1 euro fără discuție, oriunde;
- elasticitate (*elasticity*) – ce privește dinamica creditului bancar pornind de la baza monetară creată de băncile centrale¹²;
- integritatea (*integrity*) – care privește capacitatea unui sistem monetar de a se proteja contra operațiunilor ilicite, criminalității.

Este de asemenea de presupus că *stable coins* (și alte active crypto) ar submina eficacitatea reglementărilor macroprudențiale pe mai multe canale:

- facilitarea de plăți ce traversează mai multe jurisdicții reglementaționale;
- efectul de contagiune poate fi amplificat – în criza financiară declanșată în 2007, contagiunea a fost un factor central al înghețării piețelor;
- facilitarea activității circuitelor paralele, când emitenți de active crypto (inclusiv bănci) permit plăți pe propriile platforme;
- facilitarea activităților speculative, *stable coins* fiind și un vehicul pentru cei care intră și ies din asemenea operațiuni;
- îngreunarea controlului / auditării colateralizării activelor crypto emise (la 1 *stable coin* fiind necesar colateral de aceeași valoare). Deși se poate spune că activele „stabile” (*stable coins*) ar semăna cu un regim bancar tip *narrow banking* (în care credite se pot da numai în funcție de capitalul acționarilor), *stable coins* nu au caracteristica unicității, cum observă BRI.

Este de notat că o uniune a piețelor capital, pentru care se pledează la Bruxelles (Comisia Europeană) și în unele capitale mari din UE, în Raportul Draghi, care să fie precum în SUA, care să nu excludă active crypto (inclusiv *stable coins*) nu ar avea cum să nu afecteze modelul Uniunii¹³. Fiindcă o piață de capital a UE fără bariere, cu ESMA ca autoritate unică de supraveghere, implică cedare de prerogative de la nivel național și un alt *contract social*. Este posibil? Este de văzut dacă europenii vor merge către modelul social din SUA.

⁹ Fost membru al comitetului executiv al BCE, Lorenzo Bini Smaghi (acum în conducerea Société Générale) susține proliferarea *stable coins* în Europa, argumentând că numai astfel s-ar rezista asaltului din SUA (Op.cit).

¹⁰ Raportul economic anual al BIS din 2025 are o secțiune dedicată activelor crypto „stabile” (*stable coins*). A se vedea Hyun Song Shin, „The next generation monetary and financial suystem”, chapter 3,, BIS Annual Economic Report, 24 June, 2025

¹¹ Deși moneda unei economii foarte slabe și fără convertibilitate automata are acceptabilitate erodată și invită folosirea de USD sau active precum *stable coins*.

¹² *Stable coins* ar putea să nu asigure siguranța efectuării plăților la timp într-un ecosistem financiar cu foarte multe interconexiuni (colateralul lichid fiind necesar *upfront*, imediat).

¹³ Vezi și Daniela Gabor în „EU’s shift toward a US savings model risks eroding EU’s social contract”, *Financial Times*, June, 2025.

În economii emergente cu instituții slabe și inflație ridicată, *stable coins* prezintă atractivitate pentru cei care caută să se protejeze de volatilitate și preferă legarea de monede puternice. Dar prezintă atractivitate și pentru cei angajați în operațiuni ilicite.

Către un nou free banking?

Active crypto „stabile” (și alte active crypto) pot submina puterea BCE de a formula politica monetară în Zona Euro, puterea băncilor centrale în general. Iar argumentul că active „stabile” europene ar stopa migrarea unor depozite din Europa către platforme americane ce promovează *stable coins* este indoielnic. De ce sistemul de plăți în UE având la bază o monedă digitală a BCE (*digital euro*)¹⁴ și încrederea cetățenilor în moneda comună nu ar stăvilii un asemenea fenomen?

Dacă în SUA dereglementarea sistemului financiar, ce privește și activele crypto, este încurajată de noua administrație înseamnă că în Europa să se meargă pe același drum? Nu orice competiție este benefică. Există aici, se pare, un *trade-off* între câștiguri (maximizare de profituri) pe termen scurt cu stabilitatea sistemului în ansamblu.

În anii premergători crizei financiare globale, bănci europene au vrut să fie precum băncile mari americane, și în final au plătit prețul nesăbuiței. Guverne și BCE au fost nevoite să intervină în Europa pentru a salva sistemul financiar (dar pe spezele cetățeanului simplu). Așa s-a întâmplat și în SUA, unde s-au cheltuit cca. 800 miliarde dolari din bani publici pentru a salva băncile mari. Oricum, este bine că în Europa s-a adoptat MiCA (Markets in Crypto Assets, în 2023) ca legislație privind reglementarea activele crypto. Dar este oare suficientă?

S-ar putea spune că acesta este mersul istoriei (financiare) și presiuni concurențiale sunt mai puternice decât considerente de prudențialitate, de stabilitate financiară. Dar acest argument pare șubred. Fiindcă dacă realizăm că ne îndreptăm către o nouă criză de amploare printr-o expansiune excesivă a creditului (cum sugerează și Jamie Dimon, Op.cit), la care se adaugă dinamica activelor crypto, trebuie să încercăm să ne coordonăm pentru a o preveni, pentru a reduce din vulnerabilități, nu să le multiplicăm.

Este drept că pentru evitarea unei noi crize de amploare este necesar ca reglementatorii din SUA și Europa, din alte jurisdicții importante, să ajungă la un consens prudențial. Dar ce faci dacă în unele jurisdicții prevalează, se pare, o gândire tip *free banking*. Există parcă un blocaj din acest punct de vedere. Și, totuși, nu trebuie cedat raționamentului că nu se poate stopa un nou deznodământ nefericit, că avem de-a face cu o „inovație” (*stable coins*) ca evoluție implacabilă.

Chiar este drumul către un sistem financiar mai eficient și sigur prin *stable coins* și active crypto în general? Se uită oare istoria crizelor financiare? Este ca și cum ne-am întoarce la *free-banking*-ul secolului XIX¹⁵ în varianta secolului XXI.

Nici rațiuni de ordin geopolitic, de preservare a supremației unei monede în sistemul financiar internațional, pot justifica o încurajare a activelor crypto „stabile” și riscurile pe care le implică

¹⁴ Este drept că este o discuție dacă *digital euro* nu ar favoriza deplasarea unor depozite bancare individuale către BCE, adică un conflict între aceasta din urmă și băncile comerciale.

¹⁵ Barry Eichengreen face această analogie în „The Genius Act will bring economic chaos”, *New York Times*, 17 June, 2025. Vezi și Lucrezia Reichlin, „Will krypto save the dollar?”, *Project Syndicate*, 31 January, 2025. A se vedea și textul meu, „Reglementarea crypto activelor are o miză uriașă pentru guverne și bănci centrale”, *Consiliul Fiscal*, 21 iulie, 2021.

pentru sistemul financiar global și politicile băncilor centrale. Deși aici trebuie notat că și rivali geopolitici pot stimula folosirea de asemenea active.

*Autorul poartă responsabilitate deplină pentru acest text.