

# Crearea banilor în economia modernă

Michael McLeay, Amar Radia și Ryland Thomas<sup>1</sup>  
Direcția de Analiză Monetară a Băncii Angliei

Traducere  
Călin Rechea<sup>2</sup>

- Acest articol explică modul în care majoritatea banilor în economia modernă este creată de către băncile comerciale prin acordarea de credite
- În practică, crearea banilor este diferită de modul greșit în care este înțeleasă aceasta în prezent – băncile nu acționează ca simpli intermediari, prin acordarea de credite din depozitele constituite de cei care economisesc, și nici nu "multiplică" banii de la băncile centrale pentru a crea noi credite și depozite
- Cantitatea de bani din economie depinde, în ultimă instanță, de politica monetară a băncii centrale. În perioade normale, obiectivele politicii monetare sunt realizate prin intermediul dobânzii de referință. Banca centrală poate influența cantitatea de bani, de asemenea, și direct, prin cumpărarea de active sau "relaxare cantitativă".

## Rezumat

În economia modernă, majoritatea banilor există sub forma depozitelor bancare. Dar modul în care sunt create depozitele este, adesea, înțeles greșit: principalul mijloc este creditul acordat de băncile comerciale. **Când o bancă acordă un credit, aceasta creează simultan un depozit corespondent pentru client, deci creează noi bani.**

Adevăratul mod în care sunt creați banii astăzi diferă de modul descris în anumite manuale:

- În loc să constituie depozite din economiile gospodăriilor, pe care apoi să le folosească la acordarea de credite, creditarea bancară este cea care creează depozite.
- În perioade normale, banca centrală nu fixează volumul banilor din circulație, iar banii emiși de banca centrală nu sunt "multiplicați" în mai multe credite și depozite.

Deși băncile comerciale creează bani prin intermediul creditării, acestea nu pot acționa discreționar, fără limite. Limitele creditării sunt stabilite de profitabilitatea într-un sistem bancar competitiv. Reglementările prudențiale acționează, de asemenea, asupra activităților bancare, în scopul menținerii stabilității sistemului financiar. Iar gospodăriile și companiile care primesc banii creați de noile credite pot acționa astfel încât să afecteze stocul banilor din economie – acestea pot "distruge" rapid banii, de exemplu, prin folosirea acestora pentru rambursarea creditelor existente.

**Politica monetară stabilește, în ultimă instanță, limitele procesului de creare a banilor noi.** Banca Angliei are ca obiectiv stabilirea limitelor creației monetare în economie, astfel încât aceasta să corespundă unei inflații scăzute și stabile. În perioade normale, Banca Angliei implementează politica monetară prin stabilirea ratei dobânzii pentru rezervele constituite la banca centrală. Aceasta va influența, la rândul ei, dobânzile din economie, inclusiv al celor pentru creditele bancare.

În circumstanțe excepționale, când dobânzile se află la limita lor inferioară, crearea banilor și cheltuirea lor în economie s-ar putea să fie foarte reduse, astfel încât să nu corespundă obiectivelor de politică monetară ale băncii centrale. În aceste condiții, o posibilă acțiune este cumpărarea de active de către banca centrală, cunoscută și sub numele de "relaxare cantitativă" (QE). QE are ca scop creșterea volumului banilor din economie, prin cumpărarea directă de active, în special de la companii financiare, altele decât băncile.

QE va conduce, inițial, la creșterea volumului depozitelor bancare pe care le dețin aceste companii (în locul activelor pe care le-au vândut). Acele companii vor dori, apoi, să-și reechilibreze portofoliile de active prin achiziționarea de active cu randamente mai ridicate, determinând o creștere a prețurilor pentru acele active și stimulând cheltuirea banilor în economie.

Ca un produs secundar al relaxării cantitative, sunt create noi rezerve ale băncii centrale. Dar acestea nu sunt o parte importantă a mecanismului de transmisiune monetară. Acest articol explică modul cum, la fel ca în perioadele normale, rezervele băncii centrale nu pot fi multiplicat în mai multe credite și depozite și cum aceste rezerve nu reprezintă "bani grațioși" pentru bănci.

1 Autorii doresc să-și mulțumească lui Lewis Kirkham pentru ajutorul acordat în realizarea acestui articol.

2 Ziarul BURSA mulțumește Băncii Angliei pentru permisiunea de a traduce și publica acest articol.

## Introducere

'Banii în economia modernă: o introducere', un articol complementar celui de față, oferă o privire de ansamblu asupra naturii banilor și a tipurilor de bani care există într-o economie modernă, arătând, pe scurt, cum sunt creați aceștia. Acest articol explorează mai detaliat procesul de creare a banilor din economia modernă.

Articolul începe prin evidențierea a două concepții greșite privind crearea banilor și explică modul în care banii sunt creați în cadrul procesului de acordare a creditelor de către băncile comerciale.<sup>1</sup> Articolul prezintă, apoi, limitele cu care se confruntă băncile în procesul de creare a banilor și rolul important al politicilor băncii centrale în asigurarea unei creșteri a masei monetare și creditului care este potrivită stabilității financiare și monetare din economie.

Secțiunea finală prezintă rolul banilor în mecanismul de transmisie al politicii monetare în perioadele de relaxare cantitativă (QE) și risipește o serie de mituri care înconjoară procesul de creare a banilor și relaxarea cantitativă. O scurtă prezentare video explică o serie dintre subiectele cheie ale articolului.<sup>2</sup>

## Două concepții greșite despre crearea banilor

Majoritatea banilor deținuti de public apare sub forma depozitelor bancare. Dar, de cele mai multe ori, originea stocului depozitelor bancare este înțeleasă greșit. **Una dintre prejudecățile obișnuite este aceea că băncile acționează doar ca intermediari, care oferă spre împrumut depozitele constituite de cei care economisesc.** Conform acestui punct de vedere, depozitele sunt "create" ca urmare a deciziilor de economisire ale gospodăriilor, iar băncile vor "împrumuta" apoi acele depozite către debitori, de exemplu companii în căutarea finanțării pentru investiții sau indivizi care doresc să-și cumpere o casă.

De fapt, când gospodăriile decid să economisească prin intermediul conturilor bancare, aceste depozite apar în detrimentul cheltuielii pentru bunuri și servicii, bani care ar fi fost transferați către diverse companii. Economisirea în sine nu conduce la creșterea "fondurilor disponibile" pe care băncile pot să le împrumute altor companii sau gospodării. Într-adevăr, dacă privim băncile doar ca pe simpli intermediari, ignorăm faptul că, în realitatea economiei moderne, băncile sunt creatorii banilor din depozitele bancare. Articolul explică modul în care, în loc să ofere spre împrumut depozitele constituite de clienți, actul creditării conduce la crearea depozitelor – o succesiune inversă a evenimentelor decât cea prezentată, de obicei, în manuale.<sup>3</sup>

**Altă concepție greșită este aceea că banca centrală determină volumul creditelor și depozitelor din economie, prin controlarea cantității banilor emiși de către banca centrală – așa numita abordare a "multiplicatorului monetar".** Conform acesteia, banca centrală implementează politica monetară prin alegerea volumului rezervelor. Și, deoarece se presupune că există un raport constant între masa monetară în sens larg și baza monetară, aceste rezerve sunt apoi "multiplicate" printr-o creștere mult mai mare a creditelor și depozitelor bancare. Pentru a fi susținută această teorie, volumul rezervelor trebuie să reprezinte o restricție obligatorie asupra creditării, iar banca centrală trebuie să determine direct volumul rezervelor. În timp ce teoria multiplicatorului monetar este utilă în introducerea noțiunilor monetare și bancare din manuale, aceasta nu reprezintă o descriere precisă a modului cum sunt creați banii în realitate. În loc să controleze cantitatea rezervelor, băncile centrale de astăzi implementează politica monetară prin stabilirea prețului rezervelor – rata dobânzii.

În realitate, rezervele nu reprezintă restricții obligatorii asupra creditării, iar banca centrală nu stabilește volumul rezervelor disponibile. La fel ca în cazul relației dintre credite și depozite, relația dintre rezerve și credite operează, de obicei, invers decât este descrisă în manuale. Băncile decid, inițial, volumul creditelor pe care doresc să-l ofere, în funcție de oportunitățile existente, iar acestea depind, în mod crucial, de rata dobânzii stabilită de Banca Angliei. Aceste decizii de creditare determină volumul depozitelor create de sistemul bancar. La rândul său, volumul depozitelor bancare influențează volumul rezervelor băncii centrale deținut de către băncile comerciale (pentru a satisface cererea de numerar a publicului, a efectua plăți către alte bănci sau a îndeplini cerințele de lichiditate), rezerve care, în perioade normale, sunt oferite la cerere de către Banca Angliei. Restul articolului prezintă mai detaliat aceste practici.

## Crearea banilor în realitate

### Creditarea creează depozite – determinare nivelului masei monetare în sens larg la nivel agregat

După cum s-a explicat în 'Banii în economia modernă: o introducere', masa monetară în sens larg este o măsură a volumului total de bani deținut de companiile și gospodăriile din economie. Banii în sens larg sunt alcătuiți din depozitele bancare – reprezentând chitanțe ale băncilor comerciale către gospodării și companii – și numerarul din circulație – majoritatea fiind reprezentat de chitanțe emise de banca centrală.<sup>4 5</sup> Dintre cele două

1 În acest articol, noțiunea de "bancă" și cea de "bancă comercială" se referă la instituțiile financiare bancare, inclusiv la cooperativele de credit.

2 vezi [www.youtube.com/watch?v=CvRAqR2pAgw](http://www.youtube.com/watch?v=CvRAqR2pAgw).

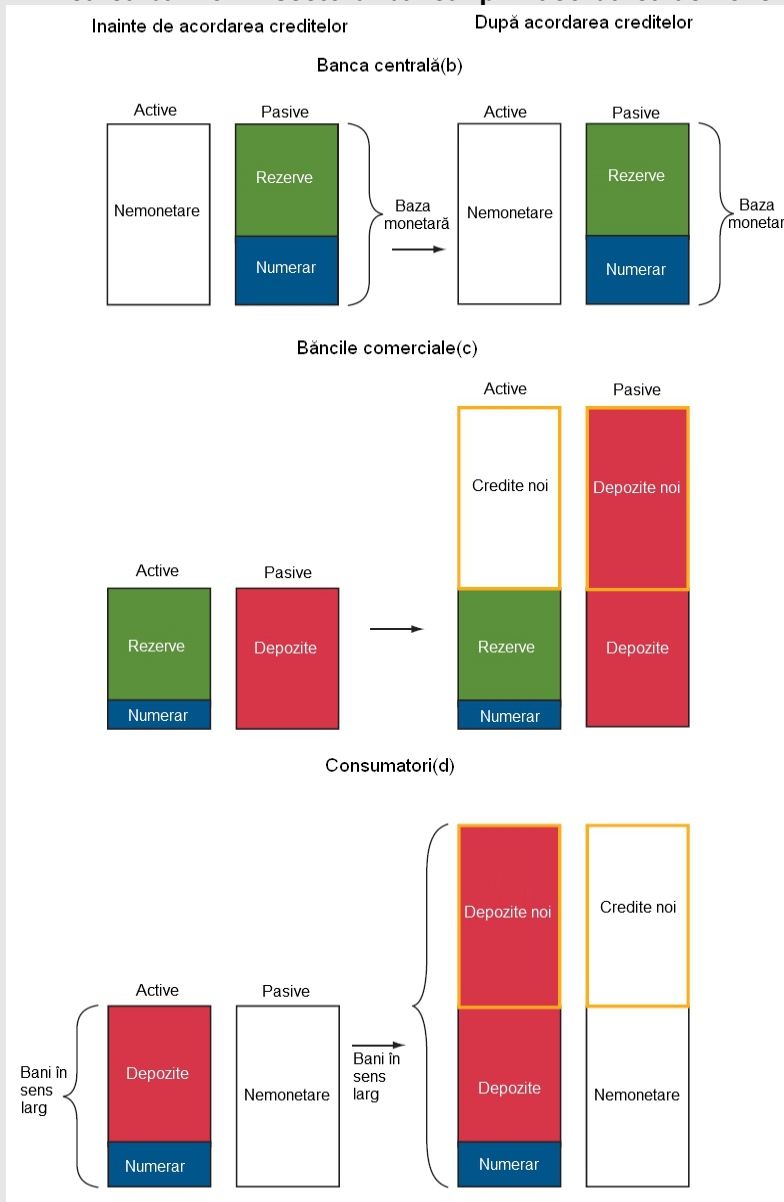
3 Există numeroase lucrări în literatura de specialitate care recunosc natura "endogenă" a procesului de creare a banilor în practică. Vezi, de exemplu, Moore (1988), Howells (1995) și Palley (1996).

4 Definiția banilor în sens larg utilizată de Banca Angliei, M4ex, include, de asemenea, o gamă mai largă de pasive decât depozitele; vezi Burgess și Janssen (2007) pentru detalii. Pentru simplitate, acest articol consideră că toate pasivele sunt depozite. O casetă din articol oferă detalii privind agregatele monetare din Marea Britanie.

5 Circa 6% din numerarul aflat în circulație este reprezentat de monede metalice, care sunt produse de Monetăria Regală. Dintre bancnotele aflate în circulație, o parte este emisă de anumite bănci comerciale din Scoția și Irlanda de Nord, deși volumul lor este acoperit în întregime de banii emiși de Banca Angliei.

tipuri de bani, depozitele bancare reprezintă majoritatea – 97% din totalul banilor aflați în circulație.<sup>1</sup> **Iar în economia modernă, acele depozite bancare sunt create chiar de către bănci.**

**Figura 1. Crearea banilor în sectorul bancar prin acordarea de noi credite(a)**



(a) Bilanțurile sunt stilizate pentru ușurința expunerii: volumul fiecărui tip de bani nu corespunde cantităților actuale deținute în bilanțul fiecărui sector.

(b) Bilanțul băncii centrale arată doar pasivele din baza monetară și activele corespondente. În practică, banca centrală deține și alte pasive nemonetare. Activele sale nemonetare sunt alcătuite, mai ales, din obligațiuni guvernamentale. Obligațiunile guvernamentale deținute de Banca Angliei în cadrul Facilității de Achiziționare a Activelor nu apar direct în bilanțul Băncii.

(c) Bilanțurile băncilor comerciale arată doar activele și pasivele monetare înainte de acordarea creditelor.

(d) Consumatorii reprezintă gospodăriile și companiile din sectorul privat. Bilanțul arată doar activele din masa monetară în sens larg și pasivele corespondente – activele reale, cum este și casa tranzacționată, nu sunt ilustrate. Pasivele nemonetare ale consumatorilor includ creditele existente, garantate și negarantate.

Băncile comerciale creează bani, sub forma depozitelor bancare, prin acordarea de noi credite. Când o bancă acordă un credit, de exemplu pentru cineva care se împrumută pentru a cumpăra o casă, procesul nu presupune înmânarea directă a unei sume de zeci de mii de lire sterline sub forma bancnotelor. În schimb, banca va credita contul clientului cu o sumă echivalentă cu valoarea ipotecii. **În acel moment sunt creați bani noi.** Acesta este motivul pentru care unii economiști consideră depozitele bancare drept "bani veniți din stilou", deoarece acești bani apar ca urmare a semnăturii de aprobare a creditului.<sup>2</sup>

Procesul este ilustrat în Figura 1, care arată cum afectează noile credite bilanțurile diferitelor sectoare din

1 Date din decembrie 2013.

2 Bani din stilou sunt discutați în Tobin (1963), care îi menționează în contextul construirii argumentului împotriva creării nelimitate a banilor în practică.

economie (diagrame similare sunt prezentate și în articolul "Banii în economia modernă: o introducere"). După cum se arată în al treilea rând al Figurii 1, noile depozite determină o creștere a activelor consumatorilor (gospodării și firme) – coloanele roșii suplimentare – iar noile credite determină o creștere a pasivelor acestora – coloanele albe suplimentare.

În acest fel a fost majorat volumul banilor în sens larg. Similar, ambele poziții bilanțiere ale sectorului bancar vor crește, pe fondul creării unor noi bani și credite. Este important să remarcăm faptul că, deși diagrama simplificată din Figura 1 arată echivalența dintre noii bani creați și noile credite, în practică există mai mulți factori care pot conduce la diferențe între volumul creditelor și cel al depozitelor. Aceștia sunt prezentați detaliat în secțiunea următoare.

În timp ce bani în sens larg au fost creați în bilanțul consumatorilor, primul rând din Figura 1 arată că, cel puțin într-o primă instanță, procesul nu a determina schimbări în volumul banilor emiși de către banca centrală sau "banii de bază". După cum s-a arătat anterior, un volum mai mare al depozitelor poate însemna că băncile doresc, sau le este cerut, să dețină o cantitate mai mare a rezervelor la banca centrală, astfel încât să satisfacă cererea de numerar a clienților sau plățile către alte bănci. Iar rezervele sunt, în perioade normale, oferite "la cerere" băncilor comerciale de către Banca Angliei, în schimbul unor alte active din bilanțurile băncilor. Volumul agregat al rezervelor de la banca centrală nu restricționează direct, în niciun fel, volumul creditelor acordate de bănci sau crearea depozitelor.

Această descriere a procesului de creare a banilor contrazice afirmația că băncile pot să ofere credite doar pe baza banilor existenți anterior. Depozitele bancare sunt doar înregistrări ale datoriei băncii către clienții săi. Deci, acestea sunt un pasiv al băncii, nu un activ care poate fi împrumutat. O concepție greșită asemănătoare este aceea că băncile pot să ofere împrumuturi din rezervele lor. Rezervele pot fi împrumutate doar între bănci, deoarece consumatorii nu au conturi de rezervă la Banca Angliei.<sup>1</sup>

### **Alte căi de creare și distrugere a depozitelor**

Așa cum acordarea unui credit conduce la crearea banilor, rambursarea acestuia conduce la distrugerea banilor.<sup>2</sup> De exemplu, să presupunem că un consumator a cheltuit bani la supermarket în timpul lunii prin folosirea unui card de credit. Fiecare achiziție prin utilizarea cardului de credit a determinat o creștere a volumului creditului din bilanțul consumatorului și a depozitelor din bilanțul supermarketului (într-o manieră similară cu ilustrația din Figura 1). În condițiile unei rambursări integrale, la sfârșitul lunii, a creditului acordat pe card, banca va reduce valoarea depozitelor din contul consumatorului cu o sumă echivalentă celei utilizate la plățile cu cardul, distrugând astfel toți banii nou creați.

Acordarea creditelor de către bănci și rambursarea acestora de către consumatori sunt cele mai semnificative căi prin care sunt create și distruse depozitele bancare în economia modernă. Dar acestea nu sunt singurele. Crearea sau distrugerea depozitelor are loc de fiecare dată când sectorul bancar (inclusiv banca centrală) cumpără sau vinde active existente ale consumatorilor sau, mai frecvent, ale companiilor sau guvernamentale.

Cumpărarea și vânzarea de către bănci a obligațiilor guvernamentale este o cale deosebit de importantă prin care achizițiile sau vânzările activelor existente determină crearea sau distrugerea banilor. Băncile cumpără adesea și păstrează în bilanț obligațiuni guvernamentale, ca parte a portofoliului de active lichide, care poate fi vândut rapid în schimbul banilor de la banca centrală dacă, de exemplu, clienții doresc să retragă numerar în cantități mari.<sup>3</sup> Când băncile cumpără obligațiuni guvernamentale din sectorul privat nebanca, acestea vor creșta contul de depozit al vânzătorilor.<sup>4</sup> Și, după cum se va arăta ulterior în acest articol, achizițiile de active de către băncile centrale, cunoscute sub numele de relaxare cantitativă (QE), au implicații similare pentru procesul de creare a banilor.

Banii pot fi distruși, de asemenea, prin emisiunea de obligațiuni pe termen lung de către bănci sau prin emisiunea altor instrumente financiare echivalente capitalului. Pe lângă depozite, băncile mai au și alte elemente de pasiv în bilanț. Băncile își administrează pasivele astfel încât să se asigure că dețin capital și datorii pe termen lung care să le asigure acoperirea anumitor riscuri și îndeplinirea cerințelor de reglementare. Deoarece aceste pasive, de altă natură decât a depozitelor, reprezintă investiții pe termen lung ale gospodăriilor și companiilor în sistemul bancar, ele nu pot fi schimbat în numerar la fel de ușor ca depozitele și, deci, vor conduce la creșterea rezistenței băncilor. Când băncile emit obligațiuni pe termen lung și alte instrumente de capital către companiile financiare nebanca, acestea le plătesc prin intermediul depozitelor bancare. În acest fel se reduce volumul pasivelor monetare din bilanțul sistemului bancar și crește volumul pasivelor de altă natură

1 O parte a confuziei provine din utilizarea de către economiști a termenului "rezerve" când se face referire la "rezervele excedentare" – sume deținute la banca centrală peste nivelul cerut de reglementările privind rezervele minime obligatorii. În acest context, "împrumutarea rezervelor" poate fi o exprimare prescurtată prin care este descris procesul de creștere a creditelor și depozitelor până la atingerea raportului maxim permis. Deoarece nu există cerințe privind rezervele minime obligatorii în Marea Britanie, procesul este mai puțin relevant pentru băncile britanice.

2 Scăderea creditării în Marea Britanie începând din 2008 este un motiv important care explică de ce creșterea masei monetare a fost mult mai redusă decât în anii precedenți crizei, după cum se arată în Bridges, Rossiter și Thomas (2011) și Butt et al (2012).

3 Din acest motiv, portofoliile de anumite obligațiuni guvernamentale sunt utilizate pentru îndeplinirea cerințelor prudențiale de lichiditate, după cum se descrie detaliat în Farag, Harland și Nixon (2013).

4 Într-o diagramă a bilanțului cum este cea din Figura 1, cumpărarea obligațiilor guvernamentale de la consumatorii de către bănci va fi reprezentată prin schimbarea structurii activelor consumatorilor, prin transformarea obligațiilor în depozite și o creștere, atât a depozitelor cât și a obligațiilor guvernamentale, în bilanțul băncilor comerciale.

decât depozitele.<sup>1</sup>

Cumpărarea și vânzarea activelor existente și emisiunea de pasive pe termen lung pot conduce la apariția unui decalaj între credite și depozite în cazul unei economii închise. În plus, într-o economie deschisă cum este cea a Marii Britanii, depozitele pot trece de la rezidenții interni la rezidenții din alte state sau depozitele pot fi convertite din lire sterline în alte valute. Aceste tranzacții nu distrug banii conform prezentării anterioare, dar depozitele străinilor și depozitele în alte valute nu sunt contabilizate întotdeauna la determinarea masei monetare dintr-o țară.

### **Limitele creării banilor în sens larg**

Deși băncile comerciale creează bani prin intermediul activității de creditare, în practică există limite ale acestui proces. În particular, prețul unui credit – adică dobânda plus comisioanele încasate de bancă – determină volumul creditelor pe care sunt dispuse să le contracteze gospodăriile și companiile. Un număr de factori influențează prețul creditelor noi, nu în ultimul rând fiind vorba de politica monetară a Băncii Angliei, care afectează nivelul diferitelor rate ale dobânzii din economie.

Limitele creării banilor de către sistemul bancar au fost prezentate într-un articol al profesorului James Tobin, laureat al Premiului Nobel, iar subiectul a fost dezbătut recent de mai mulți analiști economici și bloggeri.<sup>2</sup> În economia modernă există trei tipuri majore de restricții asupra banilor care pot fi creați de către băncile comerciale.

(i) Băncile au propriile limite în ceea ce privește volumul creditelor acordate. În particular:

- Forțele pieței restricționează creditarea deoarece, la nivelul băncilor individuale, activitatea trebuie să fie profitabilă pe o piață competitivă.
- Creditarea este restricționată și din cauza măsurilor necesare pentru reducerea riscurilor asociate noilor credite.
- Politicile de reglementare acționează ca o restricție asupra activităților bancare pentru reducerea acumulării riscurilor, care pot reprezenta o amenințare la adresa stabilității sistemului financiar.

(ii) **Crearea banilor este restricționată, de asemenea, de comportamentul deținătorilor de bani – gospodării și companii.** Gospodăriile și companiile care primesc banii nou creați pot răspunde prin efectuarea unor tranzacții care conduc la distrugerea lor imediată, de exemplu prin rambursarea unor credite.

(iii) **Cea mai importantă restricție impusă procesului de creare a banilor vine, însă, de la politica monetară.** Prin influențarea nivelului dobânzilor din economie, politica monetară a Băncii Angliei influențează dorința de contractare a noilor credite de către gospodării și companii. Aceasta se întâmplă atât direct, prin influențarea dobânzilor cerute de bănci, dar și indirect, prin efectul de ansamblu al politicii monetare asupra activității economice. În consecință, Banca Angliei poate să se asigure că avansul masei monetare nu periclitează obiectivul inflației scăzute și stabile. Restul secțiunii explică modul practic de funcționare al acestor mecanisme.

### **(i) Limite impuse volumului de credite acordate**

#### ***Forțele pieței cu care se confruntă băncile individuale***

Figura 1 a arătat cum, pentru întreg sectorul bancar, creditele sunt create inițial alături de depozite corespondente. Dar aceasta nu înseamnă că o bancă individuală poate acorda credite și crea bani fără limită. Motivul este dat de faptul că băncile trebuie să acorde credite în mod profitabil pe o piață competitivă și trebuie să se asigure că administrează adecvat riscurile asociate creditării.

Băncile primesc dobânzi pentru activele lor, cum sunt creditele, dar trebuie să și plătească dobânzi pentru pasivele lor, cum sunt conturile de economii. Modelul de afaceri la băncilor se bazează pe primirea unor dobânzi mai mari pentru credite (sau alte active) decât cele plătite pentru depozite (sau alte pasive). Nivelul ratei dobânzilor, atât pentru activele cât și pentru pasivele bancare, depinde de dobânda de politică monetară stabilită de Banca Angliei, factorul principal de limitare a creării banilor. Banca comercială folosește diferența, sau spread-ul, dintre rentabilitatea așteptată a activelor și pasivelor pentru a-și acoperi costurile operaționale și a realiza un profit.<sup>3</sup> Pentru acordarea unor credite suplimentare, o bancă individuală trebuie, de obicei, să-și reducă dobânda cerută sub cea a competitorilor, astfel încât să determine gospodăriile și companiile să împrumute mai mult. Iar odată ce a acordat creditul, banca ar putea "pierde" depozitul nou creat prin trecerea acestuia la o instituție financiară concurentă. Acești factori afectează profitabilitatea acordării unui nou credit pentru o bancă individuală și influențează volumul total al creditelor acordate.

Să presupunem, de exemplu, că o bancă individuală reduce dobânda pentru credite, iar aceasta atrage o gospodărie care contractează un credit ipotecar pentru achiziționarea unei case. În momentul acordării creditului

1 Cumpărarea obligațiunilor guvernamentale de către băncile comerciale și emisiunile lor de obligațiuni pe termen lung sau a instrumentelor de capital au reprezentat influențe semnificative asupra masei monetare în sens larg pe timpul crizei financiare, după cum se arată în Bridges, Rossiter și Thomas (2011) și Butt et al (2012).

2 Tobin (1963) a susținut că băncile nu posedă un 'ulcior al văduvei', referindu-se la povestea biblică în care o văduvă poate să umple la nesfârșit un ulcior cu ulei în perioada unei perioade de foamete. Tobin a susținut că există limite în privința creditelor care pot fi acoperite automat cu depozite.

3 vezi Button, Pezzini și Rossiter (2010) pentru o explicație privind stabilirea prețurilor pentru noile credite.

ipotekar, contul gospodăriei este creditat printr-un nou depozit. Iar la cumpărarea casei, depozitul gospodăriei este transferat vânzătorului. Această situație este ilustrată în primul rând al Figurii 2. Cumpărătorul obține un nou activ, sub forma casei, și un nou pasiv, sub forma creditului bancar. Vânzătorul primește banii sub forma depozitului bancar în schimbul casei. Este foarte probabil ca vânzătorul să dețină un cont la o altă bancă decât cea a cumpărătorului. Deci, la încheierea tranzacției, noul depozit va fi transferat către banca vânzătorului, după cum se arată în al doilea rând din Figura 2. Banca unde are cont cumpărătorul casei va avea, deci, mai puține depozite decât active. Într-o primă instanță, banca celui care a cumpărat casa va compensa tranzacția prin transferarea rezervelor către banca vânzătorului. Dar aceasta va lăsa banca celui care a cumpărat casa cu rezerve mai puține și credite mai multe relativ la depozitele sale decât înainte. În acest fel apare o problemă pentru bancă, deoarece crește riscul de a nu putea onora toate ieșirile probabile. În practică, o bancă individuală acordă zilnic astfel de credite, iar dacă își va finanța toate creditele în acest fel, se va confrunta foarte repede cu dispariția rezervelor de la banca centrală.

Băncile încearcă, deci, să atragă sau să mențină pasive adiționale, care să însoțească noile credite. În practică, și alte bănci acordă noi credite și creează noi depozite, deci o cale de urmat este încercarea de atragere a noilor depozite. Într-un sistem bancar competitiv, aceasta presupune majorarea dobânzii oferite gospodăriilor pentru conturile lor de economii. Prin atragerea noilor depozite, băncile pot crește creditarea fără a-și reduce rezervele, după cum se arată în al treilea rând din Figura 2. Alternativ, o bancă poate împrumuta de la alte bănci sau poate atrage alte forme de pasiv, cel puțin temporar. **Dar banca trebuie să se asigure că atrage și păstrează fonduri, indiferent dacă acestea sunt sub forma depozitelor sau altor pasive, pentru a fi capabilă să mențină tendința de creștere a creditării.** Iar costurile finanțării trebuie comparate cu dobânzile așteptate pentru credite, care, la rândul lor, depind de nivelul dobânzii stabilit de Banca Angliei. De exemplu, dacă o bancă atrage noi clienți și crește creditarea prin reducerea ratei dobânzii aferente creditelor ipotecare, dar încearcă să atragă și noi depozite prin creșterea dobânzilor pasive, atunci se poate afla curând în situația unui profit extrem de redus sau inexistent de pe urma expansiunii creditului. Competiția pentru credite și depozite, împreună cu dorința de profit, limitează, deci, procesul de creare a banilor noi de către bănci.

#### **Administrarea riscurilor asociate creditării**

Băncile trebuie, de asemenea, să-și administreze riscurile care apar în procesul acordării creditelor. O cale prin care pot face aceasta este să se asigure că atrag depozite relativ stabile care să corespundă noilor credite, adică depozite pentru care să existe siguranța că nu vor fi retrageri majore. Aceasta reprezintă o limită suplimentară impusă creditării. De exemplu, dacă toate depozitele unei bănci ar fi formate doar din conturi la vedere, atunci banca se poate confrunta cu riscul unor retrageri semnificative într-o perioadă scurtă de timp. Deoarece băncile creditează pentru perioade mai îndelungate, banca ar putea ajunge în situația în care să nu poată onora toate retragerile – adică s-ar confrunta cu un **risc de lichiditate** major. Pentru a reduce riscul de lichiditate, băncile trebuie să se asigure că o parte a volumului depozitelor este fixă pentru o anumită perioadă, adică depozite la termen.<sup>1</sup> Consumatorii vor cere, însă, o compensație suplimentară pentru dezavantajul accesului limitat la depozitele pe termen lung, deci apare un cost suplimentar pentru bancă, cu efect de limitare asupra volumului creditelor acordate. Iar, după cum s-a discutat anterior, dacă băncile doresc să se protejeze împotriva riscului de lichiditate prin emisiuni de obligațiuni pe termen lung, aceasta poate conduce la distrugerea directă a banilor, în condițiile în care sunt cumpărate de companii prin folosirea depozitelor.

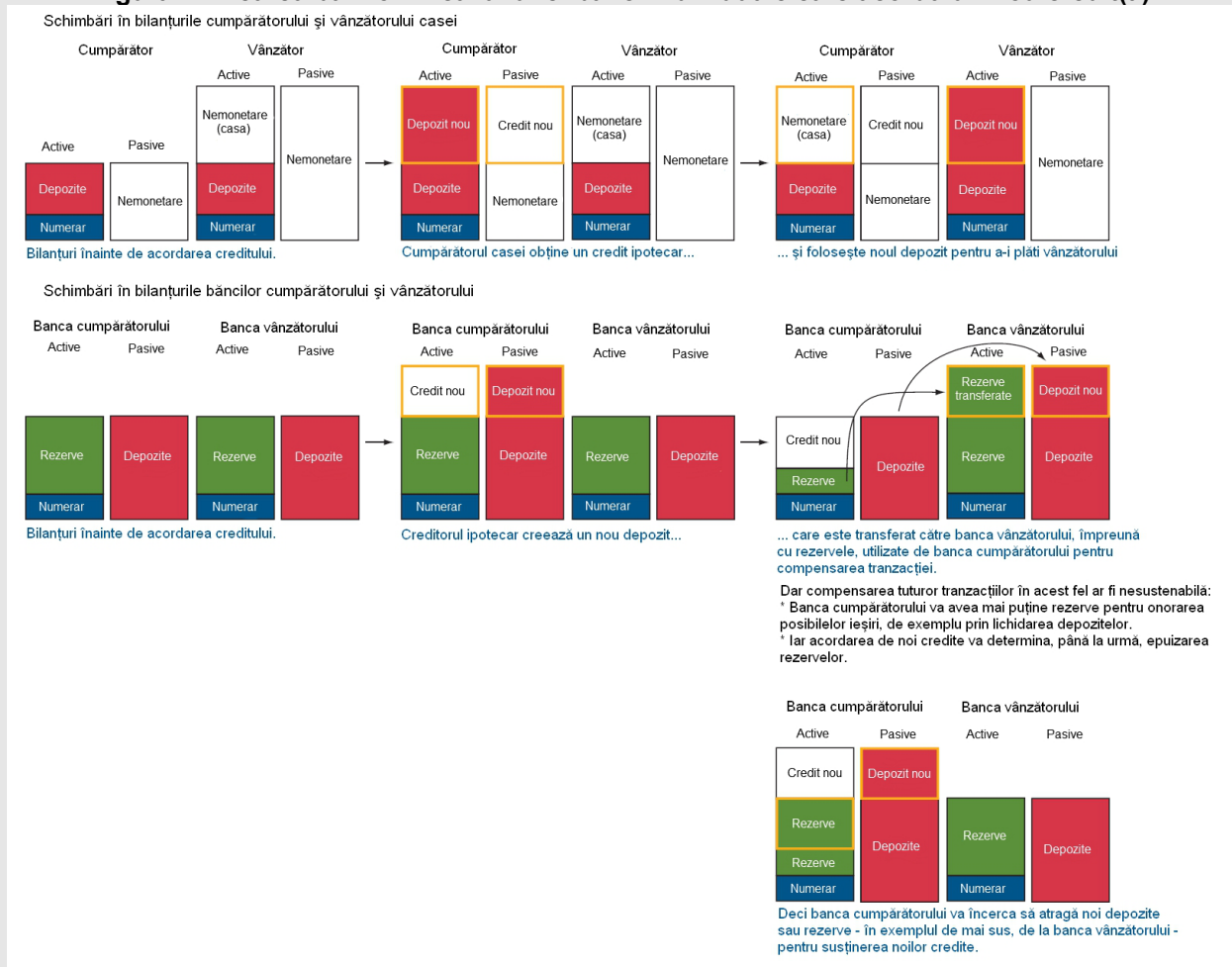
Volumul creditelor acordate de băncile individuale este limitat, de asemenea, din cauza **riscului de credit**. Acesta reprezintă riscul creditării unor clienți care, după o perioadă, nu mai pot rambursa creditele. Băncile se pot proteja, parțial, împotriva acestui risc prin deținerea unui capital suficient, capabil să absoarbă pierderile neașteptate. În condițiile în care activitatea de creditare implică totdeauna existența unor riscuri de pierdere, costurile aferente vor fi luate în considerare la stabilirea prețurilor pentru noile credite acordate. Când o bancă acordă un credit, dobânda cerută include, de obicei, și o compensație pentru acoperirea pierderilor medii așteptate de către bancă. Mărimea acestei componente va fi mai mare dacă banca se așteaptă la pierderi mai mari, de exemplu când acordă credite ipotecare cu un avans redus (ceea ce reprezintă un raport ridicat între valoarea creditului și valoarea casei cumpărate). Pe măsură ce băncile își măresc portofoliile de credite, pierderea medie așteptată pentru un credit înregistrează, de obicei, o creștere, ceea ce determină o reducere a profitabilității. Acesta este un alt factor care limitează volumul creditării la nivelul unei bănci, deci și al banilor care pot fi creați.

Acțiunea forțelor pieței nu determină întodeauna băncile să se protejeze suficient împotriva riscului de credit și lichiditate. Din acest motiv, reglementările prudentiale încearcă să împiedice asumarea unor riscuri excesive la acordarea noilor credite, inclusiv prin cerințe de capital și lichiditate. Aceste cerințe de reglementare vor acționa ca o frână suplimentară asupra procesului de creare a banilor de către băncile comerciale prin creditare. Cadru de reglementare, inclusiv detalii suplimentare despre capital și lichiditate, este descris în Farag, Harland și Nixon (2013).

Până acum, această secțiune s-a concentrat pe cazul unei bănci individuale care acordă credite noi prin oferirea unor dobânzi competitive, atât pentru credite cât și pentru depozite.

1 Băncile se protejează împotriva riscului de lichiditate și prin deținerea activelor lichide (inclusiv rezerve și numerar), care pot fi utilizate direct pentru acoperirea ieșirilor sau pot fi convertite rapid și ieftin în alte active lichide. În condițiile în care băncile cumpără active lichide, cum sunt obligațiunile guvernamentale, de la companii nebancale, aceasta va conduce la crearea unor noi depozite.

**Figura 2. Crearea banilor în cazul unei bănci individuale care acordă un nou credit(a)**



(a) Bilanțurile sunt stilizate pentru ușurința expunerii: volumul fiecărui tip de bani nu corespunde cantităților actuale deținute în bilanțul fiecărui sector.

Dar dacă toate băncile decid simultan să-și majoreze volumul creditelor, limitele impuse creșterii masei monetare s-ar putea să nu acționeze conform descrierii de mai sus. Deși o bancă individuală ar putea să piardă depozite în favoarea altor bănci, este foarte probabil ca aceasta să atragă alte depozite, rezultate din activitatea de creditare a altor bănci.

Există mai multe motive pentru explicarea deciziei băncilor de creștere simultană a creditării. De exemplu, profitabilitatea creditării la o anumită rată a dobânzii poate crește ca urmare a unei îmbunătățiri generale a condițiilor economice. Alternativ, băncile pot decide să acorde mai multe credite dacă există percepția potrivit căreia riscul de credit a scăzut. Această evoluție reprezintă, conform anumitor opinii, unul dintre motivele pentru care expansiunea creditării a fost așa de mare înainte de declanșarea crizei financiare.<sup>1</sup> Dar dacă percepția privind existența unui mediu mai puțin riscant este greșită, atunci rezultatul poate să fie creșterea semnificativă a fragilității sistemului financiar.<sup>2</sup> Unul dintre răspunsurile la criza financiară din Marea Britanie a fost crearea unei autorități macroprudențiale, Comitetul de Politică Financiară, care să identifice, monitorizeze și să acționeze pentru reducerea sau eliminarea riscurilor care amenință rezistența și stabilitatea sistemului financiar.<sup>3</sup>

## (ii) Restricții apărute ca urmare a comportamentului gospodăriilor și companiilor

Pe lângă restricțiile cu care se confruntă băncile, și care limitează procesul de creare a banilor, comportamentul gospodăriilor și companiilor, ca răspuns la crearea banilor de către sectorul bancar, poate fi, de asemenea, importantă, după cum susține Tobin. Impactul final al procesului de creare a banilor de către sistemul bancar, prin acordarea de credite, este influențat de comportamentul sectorului privat nebancaar, deoarece pot fi creați mai mulți (mai puțini) bani decât este dispus să dețină sectorul nebancaar comparativ cu alte active (cum sunt proprietățile sau acțiunile emise de companii). În timp ce companiile și gospodăriile care obțin credite acționează astfel deoarece doresc să cheltuiască mai, acestea își vor transfera banii rapid către alții în urma diverselor achiziții. De comportamentul acelor companii și gospodării va depinde volumul banilor din economie, cu implicații potențiale pentru cheltuieli și inflație.

Există două posibilități principale pentru ceea ce se poate întâmpla cu depozitele nou create. În primul

1 vezi, de exemplu, Haldane (2009).

2 Tucker (2009) discută posibilitatea unei astfel de 'iluzii a riscului' în sistemul financiar.

3 Tucker, Hall și Pattani (2013) descriu noile atribuții ale cadrului de politică macroprudențială din Marea Britanie, apărut în urma crizei financiare recente.



rând, după cum a sugerat Tobin, banii pot fi distruși rapid dacă gospodăriile sau companiile îi folosesc pentru rambursarea creditelor. Aceasta este denumită, uneori, 'teoria refluxului'.<sup>1</sup> De exemplu, un cumpărător poate obține un credit ipotecar pentru achiziția unei case de la o persoană mai în vârstă care, la rândul ei, își va rambursa creditul ipotecar și se va muta la familie. După cum am arătat anterior, rambursarea creditelor distruge banii, la fel cum acordarea creditelor îi creează. Deci, în acest caz, bilanțul consumatorilor se va întoarce în poziția în care a fost înainte de acordarea creditului.

Al doilea rezultat posibil este creșterea cheltuielilor din economie ca rezultat al banilor nou creați de către bănci. Pentru a fi distruși, banii noi trebuie să ajungă la gospodării și companii care au credite și doresc să le ramburseze. Dar aceasta nu se va întâmpla totdeauna, deoarece activele și datoriile variază considerabil la nivelul indivizilor din economie.<sup>2</sup> Astfel, banii pot ajunge inițial la gospodăriile sau companiile cu active financiare nete pozitive: persoana în vârstă s-ar putea să-și fi plătit mai demult creditul ipotecar sau o companie care primește noii bani, în urma unei plăți de la clienți, ar putea să dispună de suficiente active lichide pentru acoperirea necesarului. În aceste condiții, cei cu active nete pozitive se pot afla în situația de a avea mai mulți bani decât ceea ce consideră necesar și vor încerca să reducă volumul banilor în "exces" prin achiziții de bunuri și servicii (în cazul unei companii, achizițiile se pot orienta către active cu randamente mai ridicate).

Aceste două scenarii pentru destinația banilor noi creați – distrugerea rapidă sau transmiterea lor mai departe prin cheltuieli – au implicații foarte diferite pentru activitatea economică. În scenariul al doilea, transferul banilor între diferite companii și gospodării poate continua, iar aceasta conduce la creșterea cheltuielilor. Acest proces – denumit uneori "efectul cartofului fierbinte" – poate conduce, pe fondul menținerii neschimbate a celorlalte condiții, la creșterea presiunilor inflaționiste din economie.<sup>3</sup> Prin contrast, dacă bani sunt distruși rapid, corespunzător primului scenariu, nu trebuie să existe efecte ulterioare în economie.

Această secțiune a prezentat modul în care acțiunile băncilor, ale gospodăriilor și companiilor pot afecta volumul banilor din economie și presiunile inflaționiste. Dar cel mai important factor determinant al condițiilor monetare din economie îl reprezintă politica monetară a băncii centrale.

### **(iii) Politica monetară – restricția finală asupra creării banilor**

Unul dintre obiectivele primare ale Băncii Angliei este asigurarea stabilității monetare, prin menținerea ratei inflației pe o traiectorie care să permită atingerea țintei de 2% stabilită de guvern. Și, după cum se arată în caseta din paginile 11 - 13, de-a lungul anumitor perioade de timp, diferitele măsuri ale masei monetare au crescut cu o rată similară celei a cheltuielilor nominale, care determină presiunea inflaționistă pe termen mediu. Deci, stabilirea cadrului de politică monetară astfel încât să se asigure atingerea țintei de inflație ar trebui să asigure o rată stabilă de creștere a creditului și banilor, corespunzătoare atingerii țintei. Această secțiune explică relația care există între politica monetară și diferitele tipuri ale banilor.

În perioade normale, Comitetul de Politică Monetară (MPC), similar instituțiilor echivalente din alte țări, implementează politica monetară prin stabilirea dobânzilor pe termen scurt, mai precis, a dobânzilor plătite pentru rezervele băncii centrale deținute de băncile comerciale. Banca Angliei poate face acest lucru deoarece are o poziție de monopol pentru emisiunea banilor băncii centrale în Marea Britanie. Prețul rezervelor are un impact semnificativ asupra celorlalte dobânzi din economie deoarece există cerere pentru banii emiși de banca centrală – mijloc final de compensare a tranzacțiilor dintre băncile comerciale, care sunt creatorii banilor în sens larg din economie.

Dobânzile pe care le obțin băncile comerciale pentru banii plasați la banca centrală influențează rata dobânzii pentru creditele acordate pe piața monetară – piața unde Banca Angliei și băncile comerciale își împrumută bani între ele sau împrumută altor instituții financiare. Detaliile exacte ale modului în care Banca folosește operațiunile de piața monetară pentru implementarea politicii monetare au variat în timp, iar procedurile operaționale ale băncilor centrale diferă de la țară la țară, după cum se arată în Clews, Salmon și Wecken (2010).<sup>4</sup> Modificările dobânzilor interbancare se transmit apoi și altor dobânzi, pentru maturități și piețe diferite, inclusiv dobânzilor cerute de bănci pentru credite și a celor oferite pentru depozite.<sup>5</sup> Prin influențarea în acest fel a prețului creditului, politica monetară afectează crearea banilor în sens larg.

Această descriere a relației dintre politica monetară și bani diferă de cea prezentată în multe manuale, unde banca centrală determină volumul banilor în sens larg cu ajutorul unui "multiplicator monetar", prin modificarea volumului rezervelor.<sup>6</sup> În această viziune, băncile centrale implementează politica monetară prin alegerea volumului rezervelor. Apoi, deoarece se presupune că există un raport stabil între masa monetară în sens larg și baza monetară, aceste rezerve sunt "multiplicate" la nivelul sistemului bancar, în condițiile în care băncile acordă noi credite și atrag noi depozite.

Niciunul dintre pașii de mai sus nu reprezintă o descriere corectă a relației dintre bani și politica monetară într-o economie modernă. **Băncile centrale nu aleg un anumit volum al rezervelor pentru a ajunge la**

1 vezi Kaldor și Trevithick (1981).

2 vezi Kamath et al (2011).

3 Acest mecanism este explicat mai detaliat în articole cum sunt Laidler (1984), Congdon (1992, 2005), Howells (1995), Laidler și Robson (1995), Bridges, Rossiter și Thomas (2011) și Bridges și Thomas (2012).

4 Cadrul de desfășurare a operațiunilor de pe piețele monetare este stabilit în "Cartea Roșie" a Băncii Angliei, disponibilă la adresa [www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbook.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbook.pdf). Evoluțiile recente de pe piețele monetare sunt prezentate în Jackson și Sim (2013).

5 Bank of England (1999) prezintă mai detaliat mecanismul de transmisie al politicii monetare.

6 Benes and Kumhof (2012) discută mai detaliat mitul multiplicatorului monetar.



**dobânda dorită pe termen scurt.**<sup>1</sup> Mai curând, ele se concentrează asupra prețurilor – prin stabilirea ratei dobânzilor.<sup>2</sup> Banca Angliei controlează ratele dobânzilor prin oferta și remunerarea rezervelor la dobânda de politică monetară aleasă. Oferta de rezerve și numerar (care împreună formează baza monetară) este determinată de cererea băncilor pentru rezerve, atât pentru compensarea plăților cât și pentru satisfacerea cererii de numerar din partea clienților – cerere satisfăcută, de obicei, de banca centrală.

Această cerere pentru banii de bază este, deci, mai degrabă o consecință decât o cauză a acordării creditelor și creării banilor în sens larg de către băncile comerciale. Motivul este dat de faptul că deciziile de creditare ale băncilor sunt determinate de oportunitățile de profit existente la un moment dat. Profitabilitatea acordării unui nou credit va depinde de o serie de factori, după cum s-a arătat anterior. Unul dintre aceștia este costul de finanțare al băncilor, care este strâns legat de dobânda plătită pentru rezerve, dobânda de politică monetară.

Prin contrast, cantitatea rezervelor existentă deja în sistem nu restricționează crearea banilor în sens larg prin actul de creditare.<sup>3</sup> Această etapă a multiplicatorului monetar este motivată prin invocarea cerințelor de constituire a rezervelor obligatorii, prin care băncile sunt obligate să dețină un volum minim al rezervelor, egal cu o cotă fixă din volumul depozitelor. Dar rezervele minime obligatorii nu reprezintă un aspect important al cadrului de politică monetară în economiile avansate de astăzi.<sup>4</sup>

O politică monetară mai relaxată este probabil să conducă la creșterea stocului de bani în sens larg, prin reducerea dobânzilor active și creșterea volumului creditelor. Iar apoi, stocul mai mare al banilor în sens larg, însoțit de o creștere a nivelului cheltuielilor din economie, poate determina băncile și clienții lor să ceară o cantitate mai mare de rezerve și numerar.<sup>5</sup> Deci, în realitate, teoria multiplicatorului monetar funcționează invers față de modul în care este descrisă de obicei.

### **QE - crearea directă a banilor în sens larg prin intermediul politicii monetare**

Secțiunea precedentă a arătat de ce politica monetară poate fi văzută ca cea mai importantă restricție impusă creării banilor de către băncile comerciale. Pe de altă parte, băncile comerciale pot crea prea puțini bani, astfel încât volumul acestora să nu fie corespunzător pentru atingerea țintei de inflație din economie. În perioade normale, Comitetul de Politică Monetară poate reduce dobânda de politică monetară, pentru încurajarea creditării și a procesului de creație monetară. Dar, ca urmare a crizei financiare, Comitetul a redus dobânda până la 0,5% - așa-numitul prag minim efectiv.

Odată cu atingerea acestui prag de către dobânzile pe termen scurt, nu mai este posibil ca banca centrală să stimuleze în continuare economia prin reducerea dobânzii cu care sunt remunerate rezervele.<sup>6</sup>

O cale posibilă de stimulare a economiei este, în acest caz, programul de cumpărare a activelor (QE). Similar reducerii dobânzii de politică monetară, cumpărarea activelor reprezintă un mijloc de relaxare a politicii monetare pentru stimularea economiei și atingerea țintei de inflație. Dar rolul banilor nu este același în cele două aspecte ale politicii monetare.

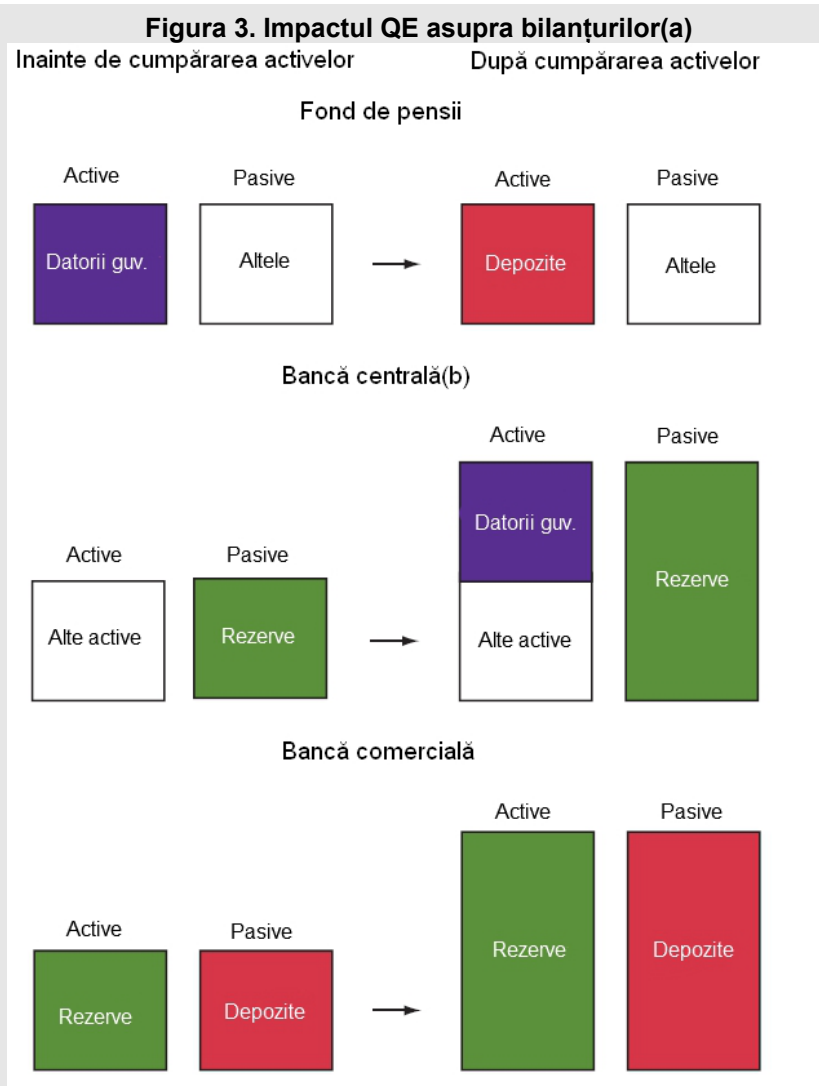
QE presupune concentrarea politicii monetare asupra cantității de bani: banca centrală cumpără active, achiziția fiind finanțată prin crearea directă a banilor în sens larg și creșterea corespunzătoare a rezervelor băncii centrale. Vânzătorii activelor vor avea acum depozite noi în locul obligațiunilor guvernamentale. Se poate ajunge în situația în care vânzătorii vor avea mai mulți bani decât ar dori, comparativ cu alte active considerate atractive. În aceste condiții, ei vor trece la schimbarea structurii portofoliilor, de exemplu prin utilizarea noilor depozite pentru cumpărarea unor active cu randamente mai ridicate, cum sunt obligațiunile și acțiunile emise de companii – ajungându-se astfel la efectul "cartofului fierbinte" prezentat anterior. Aceasta va conduce la creșterea valorii acelor active și va reduce costurile de atragere a finanțărilor pentru companii. Mai departe, aceasta ar trebui să conducă la creșterea cheltuielilor din economie.<sup>7</sup> Modul în care funcționează QE diferă, deci, față de cele două concepții greșite privind achiziționarea activelor de către banca centrală: faptul că QE implică acordarea de "bani grațioși" băncilor comerciale; iar obiectivul cheie al QE este creșterea creditării, prin oferirea unor rezerve suplimentare sistemului bancar, după cum s-ar putea considera în virtutea teoriei multiplicatorului monetar. Această secțiune explică relația dintre bani și QE și demontează concepțiile greșite.

### **Legătura dintre QE și volumul banilor**

QE are un efect direct asupra volumului bazei monetare și a volumului banilor în sens larg din cauza

- 1 După cum se arată în Disyatat (2008).
- 2 Bindseil (2004) oferă o descriere detaliată a modului în care funcționează politica monetară prin intermediul dobânzilor pe termen scurt.
- 3 Carpenter și Demiralp (2012) arată că modificări ale volumului rezervelor nu sunt corelate cu schimbarea volumului creditelor din Statele Unite.
- 4 Banca Angliei nu are stabilite, în prezent, cerințe pentru rezervele minime obligatorii. Bernanke (2007) arată cum rezervele minime obligatorii reprezintă o restricție mult mai redusă în prezent decât în trecut pentru Statele Unite.
- 5 Kydland și Prescott (1990) au descoperit că agregatele monetare în sens larg reprezintă un factor premergător al ciclului economic, în timp ce agregatele bazei monetare prezintă o întârziere ușoară.
- 6 Dacă băncile centrale ar reduce dobânda semnificativ sub zero, atunci băncile comerciale și-ar putea înlocui rezervele de la banca centrală cu numerar, care ar plăti o dobândă mai mare (zero sau puțin sub zero dacă se ia în considerare și costul stocării numerarului). Altfel spus, cererea pentru rezervele băncii centrale va dispărea, iar banca centrală nu va mai putea influența economia prin schimbarea prețului acelor rezerve.
- 7 Căile prin care QE afectează economia sunt prezentate mai detaliat în Benford et al (2009), Joyce, Tong și Woods (2011) și Bowdler și Radia (2012). Rolul banilor este descris în Bridges, Rossiter și Thomas (2011), Bridges și Thomas (2012) și Butt et al (2012).

modului în care Banca Angliei desfășoară activitatea de cumpărare a activelor. Politica are ca scop cumpărarea activelor, obligațiuni guvernamentale, în principal de la companiile financiare nebancale, cum sunt fondurile de pensii sau companiile de asigurări. Să considerăm, de exemplu, cumpărarea unor obligațiuni guvernamentale în valoare de 1 miliard de lire sterline de la un fond de pensii. O modalitate prin care se poate face achiziția este tipărirea unor bancnote cu valoare nominală totală de 1 miliard de lire sterline și transferarea acestora către fondul de pensii în schimbul obligațiunilor. Dar tranzacționarea cu ajutorul unei cantități așa de mari de bancnote nu este practică. Astfel de tranzacții se desfășoară, deci, cu ajutorul unor forme electronice ale banilor.



(a) Bilanțurile sunt stilizate pentru ușurința expunerii: volumul fiecărui tip de bani nu corespunde cantităților actuale deținute în bilanțul fiecărui sector. Figura arată doar activele și pasivele relevante pentru tranzacție.

(b) Datoriile guvernamentale sunt cumpărate, de fapt, de către Facilitatea de Achiziționare a Activelor de la Banca Angliei, prin utilizarea unui credit oferit de Banca Angliei, iar acestea nu apar direct în bilanțul oficial consolidat al Băncii.

Cum fondul de pensii nu are un cont de rezerve la Banca Angliei, banca comercială unde are acesta un cont deschis este folosită ca intermediar. Banca fondului de pensii îi creditează contul cu 1 miliard de lire sterline în schimbul obligațiunilor guvernamentale, după cum se arată în prima parte a Figurii 3. Banca Angliei va finanța această achiziție prin transferarea rezervelor către banca fondului de pensii – îi oferă băncii comerciale o chitanță (al doilea rând din Figura 3). În acest fel bilanțul băncii comerciale va crește: noile pasive din depozite sunt compensate de un activ sub forma noilor rezerve (rândul al treilea din Figura 3).

### **Două concepții greșite privind funcționarea QE**

#### ***De ce rezervele suplimentare nu reprezintă ‘bani grațiuți’ pentru bănci***

În timp ce achizițiile de active ale băncii centrale implică – și afectează – bilanțurile băncilor comerciale, rolul primar al acestora este de intermediar al tranzacției dintre banca centrală și fondul de pensii. Rezervele suplimentare ilustrate în Figura 3 sunt doar un produs secundar al acestei tranzacții. Uneori se apreciază că, deoarece rezervele sunt active purtătoare de dobândă pentru băncile comerciale, aceste rezerve reprezintă ‘bani grațiuți’ pentru bănci. În timp ce băncile obțin un câștig de pe urma rezervelor noi create, QE creează, de asemenea, un pasiv asociat pentru bancă, sub forma depozitului fondului de pensii, pentru care banca trebuie să plătească o dobândă.

## Conținutul informațional al diferitelor tipuri de bani și agregate monetare

Unul dintre obiectivele primare ale Băncii Angliei este asigurarea stabilității monetare, prin menținerea unei traiectorii a inflației care să atingă ținta de 2% stabilită de către guvern. Milton Friedman (1963) spunea odată că 'inflația este totdeauna și peste tot un fenomen monetar'. Deci modificările în oferta de bani pot conține informații semnificative privind cheltuielile și presiunile inflaționiste din economie. Deoarece banii sunt esențiali pentru cumpărarea bunurilor și serviciilor, este probabil ca aceștia să ofere informații despre nivelul cheltuielilor nominale din economie. De asemenea, bani pot oferi informații despre evoluțiile viitoare ale cheltuielilor nominale, fiind deci un indicator util al viitoarelor presiuni inflaționiste. În sfârșit, comportamentul banilor poate ajuta la dezvăluirea naturii mecanismului transmisiei monetare, mai ales când politica monetară este implementată pe fondul "relaxării cantitative" (QE).

În practică, principala dificultate este determinarea utilizării adecvate a diferitelor categorii de bani pentru scopul urmărit. Banca Angliei calculează în prezent mai multe agregate monetare și publică datele necesare determinării lor, acestea fiind prezentate succint în Tabelul 1. Graficul A arată evoluția pe termen lung a agregatelor monetare în comparație cu nivelul cheltuielilor nominale din economie.<sup>1</sup> Din cauza schimbării regimurilor monetare în Marea Britanie din ultimii 150 de ani, este puțin probabil ca un singur indicator monetar să includă toate informațiile despre bani. Sectorul financiar din Marea Britanie a suferit, de asemenea, mai multe schimbări structurale, care trebuie luate în considerare când se analizează legătura dintre bani și cheltuieli. De exemplu, în perioadele de creștere accelerată a sectorului financiar (cum s-a întâmplat la începutul anilor '80 și în deceniul trecut), masa monetară în sens larg a avut o tendință de creștere mai rapidă decât a cheltuielilor nominale.

Măsuri mai restrânse ale banilor, cum este volumul bancnotelor, monedelor și depozitelor la vedere (conturi care pot fi lichidate imediat, fără penalizări) reprezintă, în principiu, indicatori mai buni ai cheltuielilor, deoarece sunt tipurile de bani utilizate cel mai frecvent pentru tranzacțiile din economie. Volumul agregat al bancnotelor, monedelor și depozitelor la vedere deținut de sectorul privat nebanca este cunoscut, uneori, sub numele de bani cu maturitate zero sau "MZM".<sup>2</sup>

Măsuri mai largi ale banilor pot fi mai utile ca indicatori incrementali ai cheltuielilor viitoare și pentru determinarea naturii mecanismului de transmisie. M2, de exemplu, include și depozitele la termen ale gospodăriilor, cum sunt conturile de economii.<sup>3</sup> Iar M4 este o măsură și mai largă, deoarece include toate depozitele la vedere și la termen ale companiilor nefinanciare și ale companiilor financiare nebanca. Articolul principal descrie modul de funcționare al relaxării cantitative prin creșterea, într-o primă instanță, a depozitelor companiilor financiare. Pe măsură ce companiile financiare își restructurează portofoliile, este probabilă o creștere a prețurilor activelor, iar, după o anumită perioadă, va apare și creșterea cheltuielilor la nivelul gospodăriilor și companiilor. În aceste condiții, monitorizarea masei monetare în sens larg reprezintă o parte importantă a evaluării eficienței QE.<sup>4</sup>

Mai multe studii econometrice au indicat faptul că evoluțiile sectoriale ale masei monetare în sens larg pot oferi informații importante cu privire la nivelul cheltuielilor din economie.<sup>5</sup> De exemplu, depozitele companiilor nefinanciare par să fie un indicator premergător al investițiilor din economie. De asemenea, se poate încerca și construirea unui indicator sintetic, pe baza utilizării diferitelor tipuri de bani în sens larg și restrâns, pentru determinarea ponderii diferitelor tipuri de bani în tranzacții – indicator cunoscut sub numele de indice Divisia.<sup>6</sup> În practică, dobânda plătită pentru un anumit tip de bani este folosită ca pondere în construirea indicelui, deoarece indivizii și companiile dețin forme ale banilor care oferă o dobândă redusă, comparativ cu alte instrumente financiare, doar dacă acest neajuns este compensat prin ușurința de utilizare în tranzacții.

Identificarea unei măsuri adecvate pentru volumul banilor din economie a fost îngreunată de dezvoltarea continuă a sectorului financiar, care a condus atât la creșterea numărului instrumentelor financiare care pot fi utilizate drept bani, cât și la creșterea numărului instituțiilor financiare care pot împrumuta sau constitui depozite în sistemul bancar. De exemplu, acordurile de vânzare și răscumpărare (cunoscute ca repo) — prin care o companie cumpără un titlu financiar de la o bancă, cu obligația de a-l vinde înapoi băncii — sunt incluse în M4, deoarece dreptul contractual existent asupra băncii poate fi considerat un depozit garantat.

În plus, anumiți economiști consideră că instrumentele utilizate drept colateral pentru anumite operațiuni de împrumut pot fi incluse într-o măsură mai largă a banilor.<sup>7</sup> Mai mult, multe dintre instituțiile financiare nebanca care dețin și depozite acționează doar ca intermediari între bănci. Depozitele acestor instituții, cunoscute sub numele de "alte companii financiare intermediare" (IOFC, vor reflecta activitățile din sistemul bancar fără legătură directă cu cheltuielile din economie.<sup>8</sup> Din acest motiv, măsura principală a Băncii Angliei pentru banii în sens larg este M4ex, care exclude depozitele IOFC.

- 1 Aceste serii reprezintă îmbinarea datelor curente de la Banca Angliei cu datele istorice privind agregatele monetare.
- 2 O măsură mai restrânsă, cunoscută sub numele "M1 fără instrumente cu dobândă", poate fi construită. Această măsură și-a pierdut din utilitate în condițiile în care majoritatea depozitelor la vedere sunt remunerate. De exemplu, în perioada crizei financiare, când dobânzile au scăzut aproape de zero, creșterea agregatului "M1 fără instrumente cu dobândă" s-a accelerat semnificativ, pe fondul scăderii puternice a costului relativ al depozitelor fără dobândă comparativ cu al celor clasice. În aceste condiții, concentrarea asupra M1 ar fi oferit un semnal greșit referitor la nivelul cheltuielilor nominale din economie.
- 3 M2 include deținerile de bancnote și monede ale sectorului privat nebanca plus depozitele 'retail', depozite care plătesc dobânzile anunțate de bănci. Acestea vor fi, mai ales, depozite deținute de gospodării, dar includ și anumite depozite ale companiilor.
- 4 vezi Bridges, Rossiter și Thomas (2011) și Butt et al (2012).
- 5 vezi, de exemplu, Astley și Haldane (1995), Thomas (1997a, b) și Brigden și Mizen (2004).
- 6 vezi Hancock (2005), de exemplu.
- 7 vezi, de exemplu, Singh (2013).
- 8 vezi Burgess și Janssen (2007) și [www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/iadb/notesiadb/m4adjusted.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/iadb/notesiadb/m4adjusted.aspx) pentru mai multe detalii.

**Tabel 1. Agregate monetare care pot fi construite din datele disponibile în Marea Britanie(a)**

<b>Nume</b>	<b>Definiție</b>	<b>Descriere(b)</b>	<b>Disponibilitate</b>
Bancnote și monede	și Bancnotele și monedele din circulație în afara Băncii Angliei	Cea mai restrânsă definiție a banilor, folosită ca indicator al tranzacțiilor cu numerar.	1870 - prezent(c)
M0	Bancnote și monede plus rezervele băncii centrale.	Din punct de vedere istoric este măsura de bază a banilor, folosită în determinarea multiplicatorului monetar. Este utilizată ca măsură aproximativă pentru dimensiunea bilanțului Băncii Angliei. Nu mai este publicată dar poate fi reconstruită.(d)	1870 - prezent(c)
M1 instrumente dobândă	fără Bancnote și monede plus depozite la vedere fără dobândă deținute de sectorul privat nebanancar.	Un indicator al tranzacțiilor cu bunuri și servicii din economie, dar mai puțin util, deoarece majoritatea depozitelor la vedere plătesc o anumită formă de dobândă.	1921 - prezent(c)
MZM	Bancnote și monede plus depozite la vedere deținute de sectorul privat nebanancar.	Un indicator al tranzacțiilor cu bunuri și servicii din economie. Nu este publicat de Banca Angliei dar poate fi construit din componentele publicate.	1977 - prezent
M2 sau M4 retail	Bancnote și monede plus toate depozitele retail (inclusiv cele la termen) deținute de sectorul privat nebanancar.	O măsură mai largă decât MZM, care include toate depozitele retail. Componenta suplimentară cheie o reprezintă depozitele la vedere ale gospodăriilor și anumite depozite la termen ale companiilor	1982 - prezent
M3	Bancnote și monede plus toate depozitele din bănci (exclusiv societățile cooperatiste) ale sectorului privat nebanancar.	Până în 1987 a fost principalul agregat monetar publicat de Banca Angliei.	1870–1990(c)
M4	Bancnote și monede, depozite, certificate de depozit, instrumente repo și titluri cu o maturitate sub cinci ani deținute de sectorul privat nebanancar.	Până în 2007 a fost principalul agregat monetar publicat de Banca Angliei.	1963 - prezent
M4ex	M4, exclusiv depozitele IOFC.	Din 2007 este principalul agregat monetar publicat de Banca Angliei.	1997 - prezent
Divisia	O sumă ponderată a diferitelor tipuri de bani.	Scopul măsurii este ponderarea componentelor masei monetare în sens larg în funcție de utilizarea lor în tranzacții.(e)	1977 - prezent

(a) Toate definițiile se referă la instrumentele denumite în lire sterline. Anumite definiții au cunoscut schimbări în timp. De exemplu, agregatul original M3 a inclus și depozitele sectorului public, precum și depozitele în valută ale sectorului privat nebanancar. O istorie detaliată a evoluției agregatelor monetare din Marea Britanie se găsește la adresa: [www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/art2jul03.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/art2jul03.pdf).

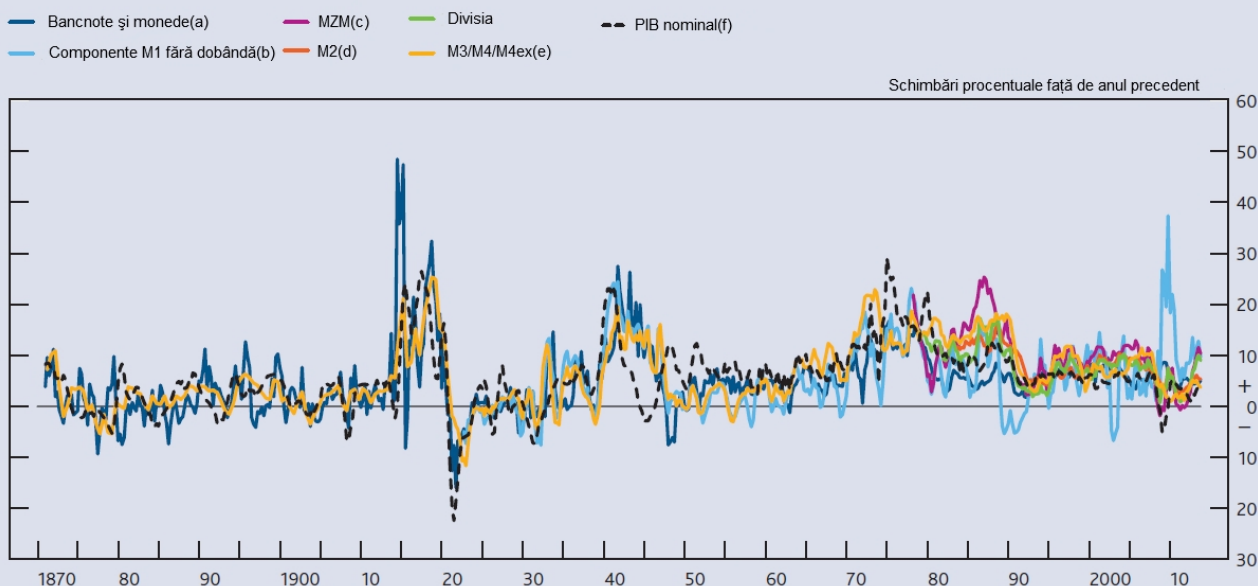
(b) Publicate de Banca Angliei, dacă nu este specificat altfel.

(c) Această serie utilizează datele prezentate în Capie și Webber (1985).

(d) Datele privind M0 nu mai sunt publicate ca urmare a reformării operațiunilor Băncii Angliei de pe piața monetară în 2006. Vezi [www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/artjun06.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/artjun06.pdf) pentru mai multe detalii.

(e) În 2013 s-a renunțat la publicarea indicilor Divisia pentru alte companii financiare și pentru sectorul privat nebanancar. Vezi [www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/art1aug13.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/art1aug13.pdf) pentru mai multe detalii.

## Grafic A. Diferite agregate monetare și cheltuielile nominale



- (a) T2 1969 – T4 2013 — bancnote și monede în circulație. T1 1870 – T2 1969 — M0 din Capie și Webber (1985).  
(b) T1 1977 – T4 2013 — bancnote și monede deținute de sectorul privat nebancaar plus depozitele fără dobândă. Înainte de T1 2008, sunt excluse depozitele constituite la societățile cooperatiste. T1 1963 – T1 1977 — date istorice pentru M1 din Buletinele Trimestriale ale Băncii Angliei. T4 1921 - T1 1963 — Capie și Webber (1985).  
(c) Bancnote și monedă deținute de sectorul privat nebancaar plus depozitele la vedere. Înainte de T4 1998 sunt excluse depozitele constituite la societățile cooperatiste.  
(d) Bancnote și monede și depozite retail deținute de sectorul privat nebancaar și societățile cooperatiste.  
(e) T4 1997 – T4 2013 — M4 exclusiv instituțiile OFC intermediare. T1 1963 - T4 1997 — M4. T2 1870 - T1 1963 — M3 din Capie și Webber (1985).  
(f) Estimare a PIB-ului nominal la prețurile pieței. Vezi anexa din Hills, Thomas și Dimsdale (2010) pentru detalii.

Cu alte cuvinte, QE determină apariția, la nivelul bilanțurilor bancare, a unei noi chitanțe de la banca centrală, dar și a unei noi chitanțe, de aceeași valoare, către consumatori (în acest caz, fondul de pensii), iar dobânda pentru ambele chitanțe depinde de nivelul dobânzii de politică monetară.

### **De ce rezervele suplimentare nu sunt multiplicare în credite noi și bani în sens larg**

După cum am arătat anterior, mecanismul de transmisie al QE se bazează pe efectele creării suplimentare a banilor în sens larg și nu a bazei monetare.

Punctul inițial al transmisiei este crearea depozitelor bancare în partea de active a bilanțului băncilor, în locul obligațiilor guvernamentale (Figura 3, primul rând). Este important să remarcăm faptul că rezervele create în sistemul bancar (Figura 3, rândul al treilea) nu joacă un rol central, deoarece, conform explicațiilor anterioare, băncile comerciale nu pot folosi direct rezervele pentru creditare.

Rezervele reprezintă o chitanță a băncii centrale către băncile comerciale. Acestea pot folosi rezervele pentru a face plăți între ele, dar nu le pot "împrumuta" consumatorilor din economie, care nu dețin conturi similare de rezervă. Când băncile acordă credite suplimentare, acestea sunt însoțite de noi depozite – volumul rezervelor nu se schimbă.

Mai mult, noile rezerve nu se multiplică mecanic în noi credite și depozite, după cum arată teoria multiplicatorului monetar. QE conduce la creșterea masei monetare în sens larg, fără a conduce direct și la o creștere a creditării.

În timp ce primul pas din teoria multiplicatorului monetar este valabil în cazul QE – politica monetară determină în mod mecanic volumul rezervelor – noile rezerve create nu modifică, implicit, motivațiile băncilor, în sensul creării banilor în sens larg prin creditare.

Este posibil ca relaxarea cantitativă să afecteze, indirect, motivația băncilor de a acorda noi credite, de exemplu prin reducerea costurilor de finanțare, sau prin creșterea volumului creditelor, ca urmare a stimulării activității lor.<sup>1</sup> În aceeași măsură, QE poate determina, însă, rambursarea creditelor bancare de către companii, pe fondul unor emisiuni de obligațiuni sau majorarea capitalului. În ansamblu, este posibil ca relaxarea cantitativă să crească sau să reducă volumul creditului bancar din economie. Totuși, aceste canale de transmisie

<sup>1</sup> Un mecanism similar prin care QE poate conduce la creșterea creditării, prin atragerea unor surse de finanțare stabile, este prezentat de Miles (2012).



nu trebuie să reprezinte un element cheie al mecanismului monetar: în schimb, QE funcționează prin eludarea sistemului bancar, ținând creșterea directă a cheltuielilor sistemului privat.<sup>2</sup>

## Concluzie

Acest articol a prezentat modul în care sunt creați banii în economia modernă. Cea mai mare parte a banilor din circulație este creată nu de către tiparnițele Băncii Angliei, ci de însăși băncile comerciale: băncile creează bani când acordă un împrumut în economie sau cumpără un activ de la consumatori.

Și, spre deosebire de ceea ce se arată în anumite manuale, Banca Angliei nu controlează direct nici cantitatea banilor din baza monetară și nici a celor din masa monetară în sens larg.

Cu toate acestea, Banca Angliei poate influența volumul banilor din economie. În perioade normale, aceasta se face prin intermediul politicii monetare – cu ajutorul stabilirii dobânzilor pentru rezervele deținute de către băncile comerciale la Banca Angliei.

Mai recent, totuși, pe fondul restricțiilor impuse de menținerea dobânzii de politică monetară la limita inferioară, programul de achiziție a activelor derulat de Bancă a încercat să crească volumul banilor din circulație. Ca urmare a acestui program, sunt influențate prețurile și cantitățile pentru mai multe categorii de active din economie, inclusiv pentru bani.

## Bibliografie

**Astley, M and Haldane, A (1995)**, 'Money as an indicator', Bank of England Working Paper No. 35.

**Bank of England (1999)**, 'The transmission mechanism of monetary policy', available at [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf).

**Benes, J and Kumhof, M (2012)**, 'The Chicago Plan revisited', IMF Working Paper No. 12/202.

**Benford, J, Berry, S, Nikolov, K, Robson, M and Young, C (2009)**, 'Quantitative easing', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 49, No. 2, pages 90–100.

**Bernanke, B (2007)**, 'The financial accelerator and the credit channel', speech at a conference on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, Federal Reserve Bank of Atlanta.

**Bindseil, U (2004)**, 'The operational target of monetary policy and the rise and fall of the reserve position doctrine', ECB Working Paper No. 372.

**Bowdler, C and Radia, A (2012)**, 'Unconventional monetary policy: the assessment', Oxford Review of Economic Policy, Vol. 28, No. 4, pages 603–21.

**Bridges, J, Rossiter, N and Thomas, R (2011)**, 'Understanding the recent weakness in broad money growth', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 51, No. 1, pages 22–35.

**Bridges, J and Thomas, R (2012)**, 'The impact of QE on the UK economy — some supportive monetarist arithmetic', Bank of England Working Paper No. 442.

**Brigden, A and Mizen, P (2004)**, 'Money, credit and investment in the UK industrial and commercial companies sector', The Manchester School, Vol. 72, No. 1, pages 72–79.

**Burgess, S and Janssen, N (2007)**, 'Proposals to modify the measurement of broad money in the United Kingdom: a user consultation', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 47, No. 3, pages 402–14.

**Butt, N, Domit, S, Kirkham, L, McLeay, M and Thomas, R (2012)**, 'What can the money data tell us about the impact of QE?', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 52, No. 4, pages 321–31.

**Button, R, Pezzini, S and Rossiter, N (2010)**, 'Understanding the price of new lending to households', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 50, No. 3, pages 172–82.

**Capie, F and Webber, A (1985)**, A monetary history of the United Kingdom, 1870–1982, Vol. 1, Routledge.

**Carpenter, S and Demiralp, S (2012)**, 'Money, reserves, and the transmission of monetary policy: does the money multiplier exist?', Journal of Macroeconomics, Vol. 34, No. 1, pages 59–75.

**Clews, R, Salmon, C and Weeken, O (2010)**, 'The Bank's money market framework', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 50, No. 4, pages 292–301.

**Congdon, T (1992)**, Reflections on monetarism, Clarendon Press.

**Congdon, T (2005)**, 'Money and asset prices in boom and bust', Institute of Economic Affairs, Hobart Paper No. 152.

**Disyatat, P (2008)**, 'Monetary policy implementation: misconceptions and their consequences', BIS Working Paper No. 269.

**Farag, M, Harland, D and Nixon, D (2013)**, 'Bank capital and liquidity', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 53, No. 3, pages 201–15.

**Friedman, M (1963)**, Inflation: causes and consequences, Asia Publishing House.

**Haldane, A (2009)**, 'Why banks failed the stress test', available at [www.bankofengland.co.uk/archive/documents/historicpubs/speeches/2009/speech374.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/archive/documents/historicpubs/speeches/2009/speech374.pdf).

**Hancock, M (2005)**, 'Divisia money', Bank of England Quarterly Bulletin, Spring, pages 39–46.

**Hills, S, Thomas, R and Dimsdale, N (2010)**, 'The UK recession in context — what do three centuries of data tell us?', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 50, No. 4, pages 277–91.

**Howells, P (1995)**, 'The demand for endogenous money', Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 18, No. 1, pages 89–106.

<sup>2</sup> Aceste canale, alături de efectele QE asupra creditării bancare, sunt prezentate detaliat în Butt și alții (2012).

**Jackson, C and Sim, M (2013)**, 'Recent developments in the sterling overnight money market', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 53, No. 3, pages 223–32.

**Joyce, M, Tong, M and Woods, R (2011)**, 'The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 51, No. 3, pages 200–12.

**Kaldor, N and Trevithick, J (1981)**, 'A Keynesian perspective on money', Lloyds Bank Review, January, pages 1–19.

**Kamath, K, Reinold, K, Nielsen, M and Radia, A (2011)**, 'The financial position of British households: evidence from the 2011 NMG Consulting survey', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 51, No. 4, pages 305–18.

**Kydland, F and Prescott, E (1990)**, 'Business cycles: real facts and a monetary myth', Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 14, No. 2, pages 3–18.

**Laidler, D (1984)**, 'The buffer stock notion in monetary economics', The Economic Journal, Vol. 94, Supplement: Conference Papers, Pages 17–34.

**Laidler, D and Robson, W (1995)**, 'Endogenous buffer-stock money', Credit, interest rate spreads and the monetary policy transmission mechanism, Session 3, conference on The Transmission of Monetary Policy held at the Bank of Canada in November 1994.

**Miles, D (2012)**, 'Asset prices, saving and the wider effects of monetary policy', available at [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech549.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech549.pdf).

**Mitchell, B R (1988)**, British historical statistics, Cambridge University Press.

**Moore, B (1988)**, Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money, Cambridge University Press.

**Palley, T (1996)**, Post Keynesian economics: debt, distribution and the macro economy, Macmillan.

**Sefton, J and Weale, M (1995)**, Reconciliation of National Income and Expenditure: balanced estimates of national income for the United Kingdom, 1920–1990, Cambridge University Press.

**Singh, M (2013)**, 'Collateral and monetary policy', IMF Working Paper No. 13/186.

**Solomou, S N and Weale, M (1991)**, 'Balanced estimates of UK GDP 1870–1913', Explorations in Economic History, Vol. 28, No. 1, pages 54–63.

**Thomas, R (1997a)**, 'The demand for M4: a sectoral analysis, Part 1 — the personal sector', Bank of England Working Paper No. 61.

**Thomas, R (1997b)**, 'The demand for M4: a sectoral analysis, Part 2 — the corporate sector', Bank of England Working Paper No. 62.

**Tobin, J (1963)**, 'Commercial banks as creators of "money"', Cowles Foundation Discussion Papers No. 159.

**Tucker, P (2009)**, 'The debate on financial system resilience: macroprudential instruments', available at [www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2009/speech407.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2009/speech407.pdf).

**Tucker, P, Hall, S and Pattani, A (2013)**, 'Macroprudential policy at the Bank of England', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 53, No. 3, pages 192–200