

**Daniel Daianu<sup>1</sup>, 21 iulie 2021**

## **Reglementarea crypto-activelor are o miza uriasa pentru guverne si banci centrale**

Crypto-actiivele (active digitale ce utilizeaza tehnologia blockchain), intre care Bitcoin si Ethereum sunt de mare notorietate, au cunoscut o crestere exploziva dupa izbucnirea crizei financiare din 2008; numarul lor este de cca 11000 in prezent. Digitalizarea a favorizat acest fenomen. Orientari libertariene, de respingere a guvernelor/autoritatilor publice(bancii centrale) echivaleaza crypto-actiivele (numite, consider incorrect, crypto-monedele) cu o descentralizare a sistemului financiar, care sa asigure anonimitate in tranzactii, sa transgreseze reglementari si granite, riscuri legate de cursuri de schimb, etc. Dar nu filosofia politica a unor grupuri conteaza in primul rand, ci fenomenul in sine.

Fiindca volatilitatea crypto activelor este extrema (vezi Bitcoin) au aparut stablecoins, care se bazeaza pe monede emise de bancii centrale si active financiare percepute ca relativ stabile (inclusiv efecte comerciale); stablecoins pot fi considerate variante sintetice ale krypto-activelor, care urmaresc o stabilizare a cotelor lor. Ironia este ca active financiare dorite ca alternative la monedele emise de bancii centrale se raporteaza valoric tot la dolar, la euro!

Krypto actiivele, ce au o natura speculativa pronuntata, au creat o problema majora pentru bancile centrale prin formarea de circuite tranzactionale paralele. Nu putine bancii centrale au in vedere emiterea de monede digitale (central bank digital currency/CBDC). Banca Reglementelor Internationale (BIS) a infiintat un hub de inovatie in domeniul monedelor digitale, al digitalizarii sistemului financiar; numeroase bancii centrale studiaza problematica monedelor/activelor digitale. Dar aici nu este vorba in principal de o competitie intre monede digitale emise de bancii centrale (drept bani publici ce ofera siguranta) si crypto active. Miza este mult mai adanca, mai mare, si priveste chestiunea transmisiei monetare in economie ca si cea a stabilitatii financiare (ultima vazuta si din perspectiva atacurilor informatice).

### Transmisia monetara

**Crypto-actiivele pot fi vazute ca o expansiune a "sectorului financiar umbra" (shadow), care scapa de reglementari si supraveghere , cel putin pana acum. De ani buni**

autoritatile monetare se caznesc sa faca fata la extinderea sectorului bancar umbra (*shadow banking*), ce este reprezentat de entitati nebancare (ex: fonduri de investitii, gigantii in domeniul high-tech –sa amintim proiectul Libra al Facebook) care ofera servicii bancare si alte servicii financiare. Problema este legata nu numai de o reglementare precara a sectorului umbra, ci si de eficienta politicii monetare: de legatura intre baza monetara (Mo) emisa de o banca centrala si cantitatea de moneda (ce are drept contraparte volum de credit, de alte servicii financiare) care circula in sistem. Se stie ca baza monetara emisa de o banca centrala este multiplicata de banci comerciale, care mentin rezerve obligatorii la banca centrala in moneda locala si valuta.

In masura in care crypto-actiunile sunt percepute ca mijloc de plata si chiar de tezaurizare (unii privesc crypto-actiunile drept un “alt aur”), se poate vorbi de o expansiune a tranzactiilor care nu mai este mijlocita de masa monetara propriu-zisa, ci de mijloace de plata impropriu numite cvasimonede. Este afectat in mod inerent procesul de transmisie monetara, puterea de control al bancii centrale, prin creatia de moneda de baza (*outside money*) si regimul de politica monetara, asupra procesului monetar in economie.

S-ar putea spune ca relatia intre baza monetara si masa monetara (M2,M3), care devenise tot mai instabila cu decenii in urma si care motivase trecerea la regimul de tintire a inflatiei (care foloseste ca instrument rata de politica monetara, ce a inlocuit controlul cantitativ al agregatelor monetare), ar face irelevante aceasta relatie si grija a bancilor centrale. Dar bancile centrale, fie prin control cantitativ de agregate monetare, fie prin rate de dobanda ce influenteaza conditiile monetare/financiare pe piete, prin injectii si extrageri de baza monetara pe piata monetara/financiara, cauta sa asigure stabilitatea monetara si sa fluidizeze circuitele financiare. Bancile centrale isi pot modifica instrumente, regimul de politica monetara, avand in vedere intreaga gama de mijloace de plata din economie si obiectivul de stabilitate a preturilor.

**Dar mijloacele de plata, actiunile financiare, nu au aceeasi lichiditate (credibilitate/prima de risc), iar unele pot de-a dreptul sa “inghete” in momente de criza. Atunci se observa ca numai moneda emisa de banca centrala (*outside money*) poate debloca circuite.** Am in vedere banci centrale credibile. Asa s-a intamplat in criza financiara de acum mai bine de un deceniu ca si in timpul pandemiei.

**Crypto actiunile adauga circuite paralele la pietele reglementate si pot complica transmisia monetara.** Este de presupus ca noua strategie a BCE (ca si cele gandite de alte banci centrale) privind politica monetara va avea in vedere si circuitele paralele ce sunt crate de cypto active.

Stabilitatea financiara

**In stransa relatie cu problema transmisiei monetare este stabilitatea financiara, care este si ea afectata de crypto active, inclusiv de variantele numite stablecoins (*Tether* este cel mai cunoscut dintre acestea).**

Stablecoins au drept colateral bani emisi de banci centrale, obligatiuni suverane, alte active financiare (ex: efecte comerciale) ce nu sunt atat de lichide precum monedele autentice (dolarul SUA in special). **La un soc puternic pe pietele financiare, poate avea loc o fuga de unele active ce stau in spatele stablecoins.** O analogie poate fi facuta cu situatia fondurilor monetare (money market funds) ce erau presupuse a oferi plasamente cvasi-sigure si cu volatilitate minima, dar care, in momente de panica, au avut nevoie de interventia Fed pentru a nu lovi stabilitatea sistemului financiar in ansamblu. S-a vazut atunci ca banca centrala a SUA, Fed, a fost nevoita sa actioneze si pe piata de capital ca asigurator de ultima instanta (nu numai ca "pacificator" al pietei, sau market maker).

**In masura in care stablecoins, ce sunt crypto active, sunt reglementate, functia lor de mijlocire a platilor ar trebui sa fie insotita de cerinte de capital si de lichiditate, asa cum se intampla cu bancile comerciale.** Bancile centrale trebuie sa colaboreze in acest sens cu autoritatile de reglementare si supraveghere ale pietelor de capital (in SUA sunt the Treasury si the Securities and Exchange Commission in principal, in UE este ESMA/The European Securities and Exchange Commission).

**Regulile macroprudentiale trebuie si ele sa tina cont de puzderia si volumul tranzactiilor operate cu krypto active.** Sincope pe piete unde se folosesc masiv crypto active pot avea efecte de revarsare (spillover effects) pe pietele reglementate, le pot contamina si cauza daune mari in lipsa unor interventii la timp. Iar pentru ca interventiile sa nu fie costisitoare pentru bancile centrale, pentru guverne in ultima instanta, este necesar ca reglementarea si supravegherea crypto activelor sa fie adecvata, ca regulile macroprudentiale sa fie extinse, adaptate.

#### Banii emisi de bancile centrale sunt baza sistemului!

Morala este ca, in cele din urma, **emisiunea monetara a bancii centrale (Fed, BCE, BoJ, BoE, etc) este vitala, este cea care garanteaza sprijinul credibil in momente de mare ananghie.** Asa s-a intamplat in toate crizele financiare din tarile dezvoltate. Se intampla si in momente de stress pe pietele de capital, cum a fost in martie 2020 in SUA, ca si in septembrie 2019. **Numai moneda de baza (*outside money*) a bancii centrale poate asigura functia de imprumutator de ultima instanta (*lender of last resort*), fara de care nu poate functiona un sistem financiar viabil, credibil.** Dovada cea mai clara este ca in timpul crizelor, bancile comerciale nu pot emite ele moneda de baza pentru a salva sistemul, ci tot banca centrala trebuie sa stea in spate, sa coordoneze operatiuni de salvagardare.

Se poate aduce in discutie faptul ca banci centrale au inlesnit criza financiara ultima (Marea Recesiune), chiar daca ciclurile "avant si prabusire" fac parte din mersul economiilor de piata. Dereglementarea profunda din anii 90' (*light touch regulation*, al carui ton a fost dat de Big Bang-ul din 1986 in City-ul londonez si apoi in SUA prin abolirea legislatiei Glass-Steagall in 1998)) este de blamat in acest sens, cum sunt si sumedenia de produse financiare toxice, nebunia speculatiilor cu produse derivate tolerate de reglementatorii pietelor in acei ani. Dar miopia, o paradigma gresita imbratisata de banci centrale in deceniile trecute, nu anuleaza functia esentiala a bancii centrale de imprumutator de ultima instanta. S-a vazut aceasta situatie peste Ocean, s-a vazut in Europa cu BCE, care a salvat zona euro prin interventiile sale. Ca asemenea operatiuni pot fi excesive si alimenta bule speculative reclama o alta discutie. In plus, **lectiile crizei financiare arata de ce este nevoie de o reglementare si supraveghere a intregului sistem financiar, deci si a sectorului umbra cu prelungirile actuale reprezentate de crypto active.** Arbitrajul fiscal are analog in arbitrajul de jurisdicție privind reglementarea pe piata financiara.

#### Miza cea mare este de a nu lasa revenirea la un *free banking*

Revin la ideea ca monede digitale ale bancilor centrale nu sunt de vazut in primul rand drept concurenti ai activelor crypto, desi in oglinda ele arata pericolozitatea si riscurile acestor active speculative. Cum observa unii bancheri centrali, sistemele monetare erau si pana acum in larga masura digitalizate, cu mare parte a tranzactiilor facute pe cale electronica. Este de remarcat astfel cat reprezinta baza monetara in raport cu masa monetara in economii dezvoltate (prin sistemul rezervelor fractionate) si cat din tranzactii se face pe cale electronica --in Marea Britanie, de pilda, M0 (baza monetara) este cca 3% din masa monetara.

Digitalizarea este un proces favorizat de noi tehnologii, de un spirit al vremurilor, de dorinta multora de a descentraliza sistemele financiare si nu numai. Problema cardinala pentru bancile centrale trece insa dincolo de a fi in pas cu tehnologia noua, de a digitaliza creatia monetara. **Miza mare este de a nu lasa sistemul financiar sa aiba o evolutie tip *free banking*, cu impact detrimental asupra stabilitatii financiare si nu numai; moneda publica este un *bun public*, de care depinde coeziunea economica si sociala.** Nu trebuie sa ne intoarcem cu zeci, chiar sute de ani in urma in privinta configuratiei industriei financiare, sa contribuim la ceea ce poate deveni un haos generalizat.

Miza profunda, de stabilitate, pentru guverne si banci centrale este augmentata de nevoia de a combate spalarea banilor, finantarea terorismului si a crimei organizate, fraude de tot felul, atacuri informatice.

Intervine si un aspect geopolitic. Dar **nu vad cum, de exemplu, competitia intre dolarul SUA, euro, moneda chineza, ca monede, ar fi mai apriga, pe fond, prin**

**digitalizarea deplina a creatiei monetare, disparitia cash-ului. Nu digitalizarea in industria financiara va dicta dinamica influentelor globale, ci puterea economica si tehnologica, performante unei societati din toate punctele de vedere.**

Este de salutat intentia Comisie Europene de reglementare a crypto-activelor (MiCA) ca si masuri similare avute in vedere de autoritatile din SUA, Marea Britanie, din alte tari.

PS. State unde este privita cu nonsalanta functionare crypto-activelor au institutii slabe, sunt puternic dolarizate, iar unele au clar profil de paradisuri fiscale.

---

<sup>i</sup> Acest text nu angajează în mod necesar instituțiile cu care autorul este afiliat.