

**RELAXAREA CANTITATIVĂ - MECANISM, IMPLEMENTARE,
REZULTATE
QUANTITATIVE EASING -MECHANISM, IMPLEMENTATION,
RESULTS**

Robert-Ionuț Dobre*

Institute for World Economy, Romanian Academy, Bucharest, Romania

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Câmpeanu, Virginia (2017). *Orientări strategice de dezvoltare durabilă a sănătății publice. Identificarea decalajelor intra-europene*. EUROINFO, 1(10), pp. 39 - 54

Rezumat

Prezentul articol are două obiective principale: descrierea mecanismului politicii monetare de relaxare cantitativă, unul dintre cele mai noi și mai controversate sisteme de ajustare anticiclică, precum și analiza implementării acesteia în câteva dintre cele mai importante țări din lume (Japonia și SUA) sau structuri de tip uniune monetară (Uniunea Europeană). De asemenea, vor fi analizate etapele de implementare ale relaxării cantitative, precum și rezultatele evidențiate în economiile respective.

Cuvinte-cheie: Relaxare Cantitativă, Japonia, SUA, Uniunea Europeană (UE), Zona Euro

Clasificare JEL: E51, E52, E58.

Abstract

The present investigation has two main objectives: the description of Quantitative Easing monetary politics mechanism, one of the newest and controversial anticyclical adjustment systems, and the results obtained in some of the most important countries (Japan and United States) or monetary union structures (European Union) in the world. Additionally, we will analyse the phases of this mechanism and its results in economies mentioned above.

Key words: Quantitative Easing, Japan, USA, European Union (EU), Eurozone.

JEL classification: E51, E52, E58.

* Autor de contact: Dr. Robert-Ionuț Dobre, e-mail: robert_dobre@yahoo.com

1. Introducere

Drept rezultat al eșecului implementării unei serii largi de politici fiscale și monetare, care a avut drept scop ieșirea cât mai rapidă din recesiunea rezultată în urma crizei financiare și economice din 2008-2009, s-a încercat aplicarea unei alte măsuri de politică monetară, relaxarea cantitativă, care să contribuie la realizarea obiectivului mai sus menționat.

Acest lucru s-a întâmplat în Japonia, Statele Unite, Marea Britanie și Uniunea Europeană, cu rezultate destul de diverse, având în vedere contextele politice, sociale și economice diferite existente în fiecare dintre aceste țări la momentul demarării relaxării cantitative.

Pentru a surprinde fațetele relaxării cantitative, vom recurge la definirea acestei măsuri de politică monetară și analiza comparativă a modului de aplicare și a rezultatelor acesteia în Japonia, SUA și Zona euro.

Definiție. Mecanism de aplicare a relaxării cantitative

„Relaxarea cantitativă reprezintă o politică monetară neconvențională cu ajutorul căreia o bancă centrală cumpără titluri de valoare emise de guvern sau de alte entități pentru a scădea ratele dobânzilor și a crește oferta de monedă din piață. Relaxarea cantitativă crește oferta de bani prin injectarea acestora în instituțiile financiare pentru a susține creșterea nivelului creditării și al lichidității. Aplicarea acestei politici este luată în calcul atunci când ratele dobânzilor sunt apropiate de zero și nu implică tipărirea de bancnote noi (Investopedia).”

„Relaxarea cantitativă (QE) cunoscută și sub denumirea de Achiziționarea de Active la Scară Mare¹ reprezintă o politică monetară cu ajutorul căreia o bancă centrală creează bani electronici noi pentru a cumpăra obligațiuni guvernamentale sau alte active financiare cu scopul stimulării economiei (adică pentru a crește volumul cheltuielilor sectorului privat și pentru a readuce inflația către ținta stabilită anterior). O formă neconvențională de politică monetară este folosită doar atunci când politica monetară standard a devenit ineficientă pentru combaterea ofertei de bani. O bancă centrală implementează relaxarea cantitativă prin cumpărarea unor anumite cantități de active financiare de la anumite bănci comerciale și instituții financiare, crescând astfel prețul acestor active și micșorându-le randamentul, crescând simultan și oferta de bani. Aceste operațiuni diferă față de politica -mai des întâlnită- de a cumpăra sau vinde obligațiuni pe termen scurt pentru a păstra ratele dobânzii interbancare în jurul unei anumite valori țintă” (Wikipedia).

Principalul obiectiv al băncilor centrale din lumea întreagă (unicul, pentru foarte multe dintre acestea) este atingerea unui anumit nivel al ratei inflației, nivel

¹ În engleză, Large Scale Assets Purchases

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

stabilit anual de către guvernele țărilor respective. Înainte de izbucnirea crizei din 2008, băncile centrale au apelat la ajustarea ratei dobânzii pentru a își îndeplini obiectivul trasat. Pe scurt, dacă starea de spirit a companiilor din piață este una pesimistă, acestea renunțând la investiții, banca centrală va reduce dobânda de finanțare a băncilor comerciale. Această acțiune va avea drept efect scăderea costurilor de finanțare al băncilor, dându-le spațiu pentru a continua creditarea la rate ale dobânzii mai scăzute. Prin aceasta se încearcă o „aterizare lină”, adică împiedicarea intrării economiei în recesiune. La polul opus, atunci când se constată o încălzire a economiei -manifestată printr-o creștere alarmantă a nivelurilor creditării și inflației- banca centrală va crește nivelul dobânzii.

La începutul mării crize din 2008, băncile centrale au redus ratele dobânzilor în încercarea de a susține economia. Chiar dacă acestea au fost coborâte până la un nivel nemaiîntâlnit (până aproape de zero), efectul scontat nu s-a produs. Prin urmare, s-a pus problema aplicării altor instrumente a căror aplicare să conducă la redresarea economică, unul dintre acestea fiind relaxarea cantitativă.

Dezvoltarea conceptului de relaxarea cantitativă este ea însăși un subiect controversat: unii economiști consideră că John Maynard Keynes este cel care l-a creionat, alții îl citează pe economistul Richard Werner² ca fiind cel care a inventat termenul (Royal Economic Society), iar alții creditează Banca Japoniei ca fiind prima instituție care a implementat această politică (la propunerea lui Werner, de altfel).

Mecanismul de relaxare cantitativă constă în crearea de monedă de către băncile centrale prin cumpărarea titlurilor de valoare, precum obligațiuni guvernamentale, corporatiste, bancare etc. prin introducerea în circulație a unor noi bani electronici, aceștia crescând nivelul rezervelor băncii cu volumul activelor cumpărate. Acționând similar mecanismului de scădere a dobânzilor, relaxarea cantitativă are menirea de a stimula economia prin impulsivitatea băncilor spre creditare. Acestea ar trebui să ia banii noi emiși și să crediteze economia reală sau să cumpere alte active care să aibă drept efect creșterea nivelului investițiilor, generând în continuare creșterea profiturilor companiilor, scăderea șomajului și, poate concomitent, creșterea salariilor angajaților din economie, cu efect asupra cererii. Aceste etape fiind parcurse, efectele anterioare conduc la creșterea consumului privat și, implicit, la creșterea prețurilor. Ne îndreptăm, astfel, spre închiderea unui ciclu economic.

² https://en.wikipedia.org/wiki/Richard_Werner

2. Analiza comparativă a politicilor de relaxare cantitativă în Japonia, SUA și Uniunea Europeană

2.1 Japonia

Prima țară care a aplicat relaxarea cantitativă a fost **Japonia**, ca urmare a eșecului politicilor monetare și fiscale de oprire a inflației negative prelungite apărute în urma crizei de la începutul anilor 1990, Astfel, menționăm că între anii 1994 și 2013, indicele general al prețurilor a scăzut cu aproximativ 16,5%.

Deși Banca Japoniei a redus până în anul 1999 rata dobânzii până aproape de zero, economia japoneză nu a putut intra în faza de relansare. Anumite condiții nefavorabile, printre care teama de continuarea scăderii prețurilor din cauza bulei din industria tehnologiei informației și comunicațiilor (TIC), existența unui sistem bancar slăbit și scăderea prețurilor bunurilor de consum au determinat intervenția Băncii Japoniei în sensul aplicării relaxării cantitative.

Relaxarea cantitativă a fost declanșată în luna martie 2001 și, conform raportului elaborat de Federal Reserve (Board of Governors of the Federal Reserve System), a constat din trei elemente cheie:

- rata overnight a dobânzii nu a mai constituit obiectivul operațional principal al băncii, aceasta fiind înlocuită cu soldul balanței conturilor curente deschise de instituțiile financiare la Banca Japoniei (rezervele acestor instituții). Aceste solduri au fost crescute cu mult peste nivelurile existente anterior;
- au fost cumpărate mai multe obligațiuni guvernamentale, inclusiv obligațiuni pe termen lung, precum și alte active pentru a ajuta creșterile impuse ale soldurilor conturilor curente ale băncilor;
- Banca Japoniei s-a angajat să mențină programul de relaxare cantitativă până când indicele prețurilor bunurilor de consum va înceta să scadă.

Prin urmare, ținta inițială a soldului balanței conturilor curente a fost de 5 mii miliarde yeni (aproximativ 45 miliarde USD), mai mare decât rezervele obligatorii de 4 mii miliarde yeni (aproximativ 36 miliarde USD). Această țintă a fost crescută progresiv până la nivelul de 30-35 mii miliarde yeni (aproximativ 272-317 miliarde USD) (aproximativ 6-7% din PIB-ul Japoniei) atins în ianuarie 2004 (Bank of Japan)³, fiind menținută câțiva ani la acest nivel.

Pe perioada implementării relaxării cantitative, rata dobânzilor overnight⁴ oferite de Banca Japoniei a scăzut și s-a menținut la valori apropiate de zero, rata dobânzilor la obligațiunile guvernamentale cu maturitate de 10 ani a scăzut pe

³ [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=MD08](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=MD08).

⁴ Rata dobânzilor overnight reprezintă rata dobânzilor creditelor acordate pe o perioadă foarte scurtă (o zi).

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

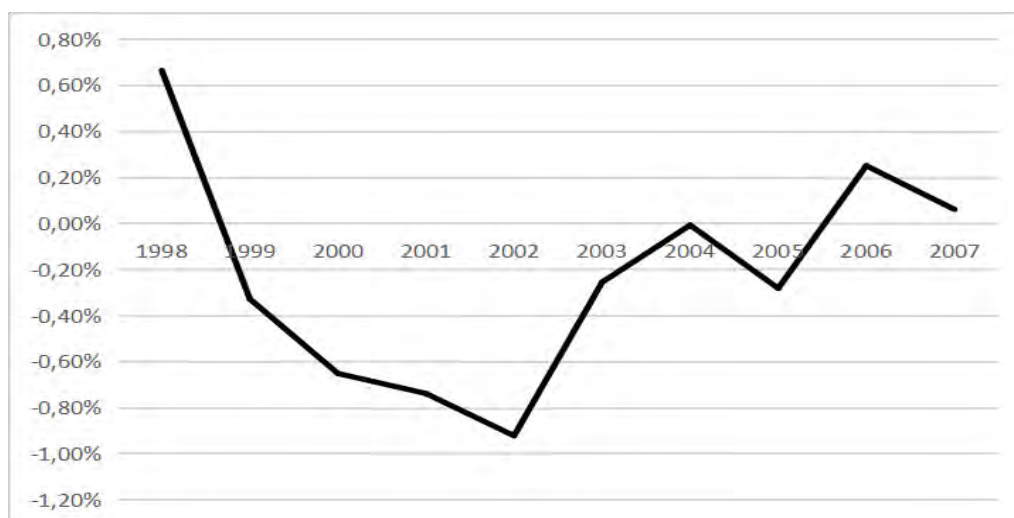
parcursul primilor ani de aplicare, în timp ce ratele dobânzilor interbancare au avut o tendință negativă stabilă în toată perioada.

Cu toate acestea, volumul total de credite din piață a continuat să scadă, atingând un minim de 392 mii miliarde yeni la sfârșitul lunii august 2005 (Surse: Banca Japoniei), semn că băncile nu erau încă dispuse să reia creditarea. Chiar dacă până la revenirea din criză (eveniment ce a avut loc în anul 2007) volumul total de credite nu a atins valoarea de la începutul crizei, acesta a început să crească constant începând din luna august 2005.

În luna martie a anului 2006, Banca Japoniei a oprit procesul de relaxare cantitativă, revenind la țintirea ratei dobânzii overnight ca obiectiv principal. Creșterea economică a revenit spre sfârșitul anului 2006, valoarea PIB depășind-o în anul 2007 pe cea înregistrată la începutul anului 1998 (Surse: Federal Bank of St. Louis). Efectele relaxării cantitative s-au făcut simțite și în privința inflației, în anul 2006 aceasta revenind la valori pozitive (Graficul 1). Toate aceste date ne pot indica faptul că *relaxarea cantitativă a funcționat*. Din păcate, creșterea economică a Japoniei s-a încheiat odată cu declanșarea mării crize din 2008.

Chiar dacă Japonia nu s-a grăbit să înceapă după criză o nouă rundă de relaxare cantitativă, Banca Japoniei a lansat un nou program de relaxare cantitativă și calitativă în anul 2013. Deși au fost injectate mai mult de 80 mii miliarde yeni prin cumpărarea de diverse active, acest program nu a funcționat așa cum era de așteptat. În 2014 a fost lansat un al doilea program de relaxare cantitativă și calitativă, a cărui implementare a condus la creșterea valorii medii a acțiunilor japoneze cu 33% într-o perioadă de 2 ani, dar care nu a avut succes până la sfârșitul anului 2016 (la începutul anului 2017, Banca Japoniei anunța rate negative ale dobânzilor). În 2017, acestea s-au întors în teritoriul pozitiv, dar mai sunt multe de făcut până la atingerea țintei de inflație de 2% impusă de guvernul japonez.

Graficul 1. Evoluția ratei inflației în Japonia în perioada 1998-2007(în %)



Sursa: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2017

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

Există mai multe explicații ale întârzierii efectelor politicilor de relaxare cantitativă în Japonia. Unul dintre cele mai importante motive este scăderea foarte mare a prețului petrolului începând cu anul 2014 (acesta a scăzut cu aproximativ 50% în a doua jumătate a anului 2014). Efectul imediat al acestei scăderi a fost scăderea tuturor celorlalte prețuri, din moment ce tot ceea ce se produce trebuie transportat și depinde de petrol (Stratfor, 2014).

O altă explicație a menținerii ratelor dobânzii la niveluri reduse poate fi dată de presiunile deflaționiste exercitate de competiția tot mai puternică de pe piețele de retail, competiție întreținută și de magazinele online, precum Amazon. „*Un motiv ar putea fi competiția stimulată de către comerțul electronic, care are un ritm rapid de creștere, în timp ce vânzările cu amănuntul rămân la un nivel constant*”. Aeon Co., compania care operează sub franciza Wall-Mart -supermagazine care vând produse alimentare și nealimentare, a redus în luna aprilie 2017 prețurile la lapte, șampon și alte încă cel puțin 250 de produse și se pregătește să facă același lucru și în luna august. Directorul general al Aeon, Motoya Okada, a declarat în aprilie 2017 că schimbarea comportamentului consumatorilor, inclusiv prețurile mici practicate de magazinele online, nu au dat Japoniei posibilitatea să reajungă la o rată pozitivă a inflației după o perioadă de 20 de ani în care prețurile au scăzut adesea”. În opinia directorului Okada, „Sfârșitul deflației a fost o mare iluzie” (Fujukawa, 2017).

În opinia mea, ***aplicarea relaxării cantitative în Japonia nu a avut rezultate foarte concludente*** (cel puțin în prima etapă -pentru cea de-a doua am prezentat mai sus motivele întârzierii corecției ratei inflației) din cauza unei serii de factori caracteristici economiei acestei țări (legislația muncii, modul în care sunt constituite grupurile de companii -keiretsu- și în care acționează acestea), dar și a contextului internațional existent la momentul izbucnirii crizei din 2008.

2.2. Statele Unite

Relaxarea cantitativă din Statele Unite s-a desfășurat pe parcursul unei perioade de 9 ani și a avut cinci etape: *QE1* (Quantitative Easing), *QE2*, *QE3*, „*Operation Twist*” și *QE4*. În urma implementării măsurilor cuprinse în program, activele Sistemului Federal de Rezerve (Fed) au crescut cu aproximativ 3.600 miliarde USD până în anul 2014, de atunci nivelul acestora rămânând constant (Sursa: Federal Reserve Bank of St. Louis). În data de 14 iunie 2017, oficialii Fed au declarat că intenționează să reducă treptat activele deținute începând cu momentul în care rata dobânzii overnight va atinge valoarea de 2% (analiztii economici susțin că acest lucru se va întâmpla la începutul anului 2018). Astfel, în fiecare lună Fed va lăsa să ajungă la scadență certificate de trezorerie în valoare de 6 miliarde USD, fără a mai cumpăra altele, intenționând să crească această sumă până la valoarea de 30 miliarde USD lunar. La fel va proceda și în cazul titlurilor de valoare garantate cu ipotecă, suma lunară la care se dorește a se ajunge fiind de 20 miliarde USD (Harrison, 2017).

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

Etapetele relaxării cantitative

- *QE1* a fost lansat în decembrie 2008 și s-a încheiat în martie 2010 și a avut următoarele rezultate:
 - au fost cumpărate titluri de valoare garantate cu ipotecă în valoare de 1.250 miliarde de USD, certificate de trezorerie în valoare de 300 miliarde USD și datorii ale agențiilor federale în valoare de 175 miliarde USD (Da Costa și Ponder).
 - ratele dobânzilor la creditele ipotecare au scăzut semnificativ, până în jurul valorii de 5% (Surse: Federal Reserve Bank of St. Louis).
- *QE2* a fost lansat în noiembrie 2010, a fost operațional până în iunie 2011 și a avut următoarele rezultate:
 - au fost cumpărate certificate de trezorerie și obligațiuni în valoare de 600 miliarde USD, menținându-se portofoliul de active la valoarea de 2.000 miliarde USD (Da Costa și Ponder).
 - soldul creditelor comerciale și ipotecare acordate de către bănci a continuat să scadă, în ciuda injectării de lichidități în acestea (Surse: Federal Reserve Bank of St. Louis).
 - contrar așteptărilor, ratele dobânzilor la creditele ipotecare au crescut cu aproximativ 0,5% (Surse: Federal Reserve Bank of St. Louis).
- *QE3* a fost lansat în septembrie 2012, a funcționat până în decembrie 2013 și a avut următoarele rezultate:
 - lunar au fost cumpărate titluri de valoare de 40 de miliarde de USD, fiind atins un portofoliul de active în valoarea de 4.000 de miliarde USD (Da Costa și Ponder).
 - soldul creditelor comerciale acordate de către bănci a continuat să scadă, dar cel al creditelor ipotecare a revenit pe o pantă ascendentă (Surse: Federal Reserve Bank of St. Louis).
 - ratele dobânzilor la creditele ipotecare au scăzut inițial, dar au variat ulterior pe parcursul întregii perioade (Surse: Federal Reserve Bank of St. Louis). După încheierea QE3, ratele dobânzilor au început să scadă, tendință continuată până în prezent.
- *Operation Twist* a fost un program care a funcționat simultan cu QE3, începând din Septembrie 2011, și a constat în înlocuirea unor certificate de trezorerie care aveau o durată de trei ani cu altele cu o scadență mai lungă, între șase și zece ani. Această acțiune a pus presiune pe ratele dobânzilor bonurilor de tezaur cu o maturitate mare, conducând la scăderea acestora (Da Costa și Ponder). S-a încheiat în momentul lansării QE4.
- *QE4* a fost lansat în iunie 2014 și va continua până în momentul în care se va îndeplini una dintre următoarele două condiții: rata șomajului va scădea sub valoarea de 6,5% sau rata inflației va crește peste 2,5% (Amadeo). Astfel, așa cum

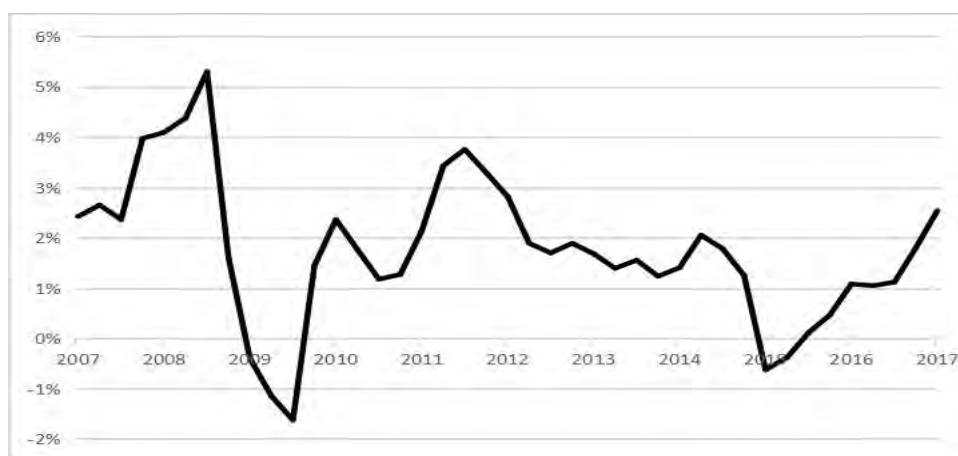
GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

am menționat anterior, este foarte posibil ca Fed să înceapă un proces de scădere a activelor sale începând cu anul 2018.

Deși *relaxarea cantitativă a fost aplicată o perioadă îndelungată, iar efectele acesteia s-au făcut simțite pe deplin doar începând cu anul 2014, se poate considera că aceasta a fost un succes*, având în vedere argumentele prezentate anterior, precum și următoarele:

- rata inflației a depășit 1% începând cu anul 2016, în prezent variind în jurul valorii de 2,5% (Graficul 2). De altfel, Fed a crescut rata dobânzii de refinanțare la valoarea de 1,5%.

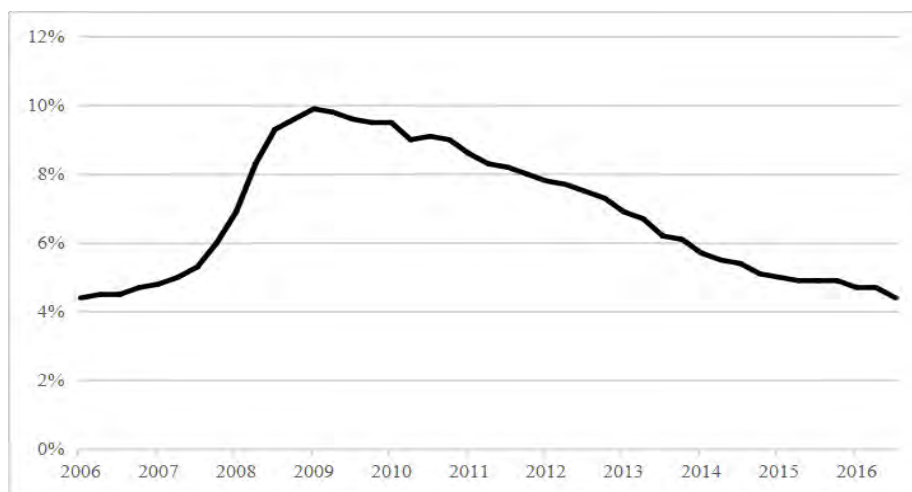
Graficul 2. Evoluția ratei inflației în SUA în perioada 2007-2017 (în %)



Sursa: OCDE, 2017

- rata șomajului a început să scadă la începutul anului 2009, ajungând la o valoare mai mică de 6% la sfârșitul anului 2013. În prezent, rata șomajului se apropie de 4%, fiind una dintre cele mai scăzute rate ale șomajului din lume (Graficul 3).

Graficul 3. Evoluția ratei șomajului în SUA în perioada 2007-2017 (în %)



Sursa: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2017

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

- cu excepția anului 2009, când economia americană se afla în recesiune, PIB-ul Statelor Unite a crescut în fiecare an cu valori cuprinse între 0,5% și 3,6% (Surse: Federal Reserve Bank of St. Louis).

Apreciem că aplicarea relaxării cantitative în SUA a reprezentat un succes, toți indicatorii analizați anterior sugerând acest lucru. Problema care se pune este dacă și în ce perioadă de timp va reuși FED să extragă acești bani din economia SUA și ce efecte va avea această operațiune inversă.

2.3 Uniunea Europeană

Ca urmare a crizei din Zona euro, în anul 2011 în Uniunea Europeană a izbucnit o criză a datoriilor suverane, criză ce a determinat fuga capitalurilor din țările PIGS (Portugalia, Irlanda, Grecia, Spania), în special către Germania și Franța, ceea ce a agravat și mai mult recesiunea primelor menționate. În Tabelul 1 sunt prezentate date referitoare la evoluția a trei indicatori macroeconomici semnificativi ai țărilor afectate cel mai mult de criză, în comparație cu evoluția acelorași indicatori din cele mai importante două țări ale Zonei euro.

Tabelul 1. Evoluția comparativă a ratei șomajului, dobânzilor la obligațiuni guvernamentale și a datoriilor publice în unele state membre ale UE

Țări	Rata șomajului		Dobânzi la obligațiuni guvernamentale		Datoriile publice (% din PIB)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Uniunea Europeană (28 țări)	9,7%	10,5%	n/a	n/a	81,1%	83,8%
Zona Euro (19 țări)	10,2%	11,4%	n/a	n/a	86,1%	89,5%
Germania	5,8%	5,4%	1,8%	1,5%	78,7%	79,9%
Irlanda	14,7%	14,7%	7,1%	4,0%	109,6%	119,5%
Grecia	17,9%	24,5%	24,7%	11,1%	146,2%	172,1%
Spania	21,4%	24,8%	5,2%	5,1%	69,5%	85,7%
Franța	9,2%	9,8%	3,1%	2,2%	85,2%	89,5%
Italia	8,4%	10,7%	5,7%	4,5%	115,4%	116,5%
Portugalia	12,9%	15,8%	13,2%	6,3%	111,4%	126,2%

Sursa: Realizat de autor pe baza datelor Eurostat.

Drept răspuns, guvernatorul Băncii Centrale Europene din noiembrie 2011, Mario Draghi a declarat în cadrul unui discurs ținut la Global Investment Conference la Londra (26 iulie 2012) că „*BCE este gata să facă orice este necesar pentru a apăra moneda euro. Și, credeți-mă, va fi suficient*” (Draghi, 2012). Piețele au reacționat foarte bine la acest discurs, dobânzile obligațiunilor guvernamentale cu scadență de 10 ani emise de țările periferice ale zonei euro scăzând către valori normale.

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

Tranzacții monetare directe (TMD)

În continuare, în luna septembrie a anului 2012, Consiliul de Guvernare al Băncii Centrale Europene a luat decizia de implementare a unor operațiuni de cumpărare de obligațiuni de pe piețele secundare europene, cu scopul de a ajuta la redresarea economică a Uniunii Europene. Aceste operațiuni de piață au primit numele de Tranzacții Monetare Directe⁵ (TMD) (Banca Centrală Europeană, 2012). TMD au fost împărțite în patru programe: Programul de Cumpărare de Titluri de Valoare Garantate cu Active⁶ (*ABSPP*), Al treilea Program de Cumpărare de Obligațiuni Garantate⁷ (*CBPP3*), Programul de Cumpărare de Obligațiuni ale Sectorului Public⁸ (*PSPP*) și Programul de Cumpărare de Datorii ale Sectorului Corporatist⁹ (*CSPP*).

- *ABSPP* a început în luna noiembrie 2014 prin cumpărarea creditelor securitizate ale băncilor comerciale în vederea furnizării acestora de resurse suplimentare pentru acordarea de credite noi în economie, înlesnind accesul companiilor și gospodăriilor la credite și ajutând la implementarea politicii monetare. Până în luna iunie 2017, au fost cumpărate credite în valoare de circa 24,1 de miliarde de euro (Graficul 11).
- *CBPP3* a fost declanșat în luna octombrie 2014 prin cumpărarea obligațiunilor securizate emise de anumite instituții financiare pentru a relaxa condițiile de creditare pentru instituțiile financiare și pentru a încuraja instituțiile de credit să își mențină și să crească numărul de clienți creditați. În total, au fost cumpărate obligațiuni în valoare de aproximativ 222,6 miliarde de euro până în luna iulie 2017 (Graficul 11).
- *PSPP* a fost inițiat în luna martie a anului 2015 prin cumpărarea de obligațiuni guvernamentale nominale și variabile, precum și de obligațiuni emise de agenții guvernamentale, guverne locale și regionale, organizații internaționale și bănci multilaterale de dezvoltare, toate aflate în Zona euro. Intenția inițială a fost aceea de a aloca o proporție de 90% obligațiunilor emise de guverne și agenții guvernamentale și o alta de 10% pentru titlurile de valoare emise de organizațiile internaționale și de băncile multilaterale de dezvoltare. Au fost cumpărate titluri de valoare în sumă totală de aproximativ 1.609,3 miliarde de euro (Graficul 11).
- *CSPP* reprezintă programul prin care Banca Centrală Europeană a cumpărat obligațiuni emise de sectorul corporatist din Uniunea Europeană, program declanșat în luna iunie 2016, care a furnizat finanțare directă companiilor din piațe. Programul a fost implementat ca urmare a faptului că, deși băncile

⁵ Outright Monetary Transactions (OMT). .

⁶ Asset-Backed Securities Purchase Programme

⁷ Third Covered Bond Purchase Programme

⁸ Public Sector Purchase Programme

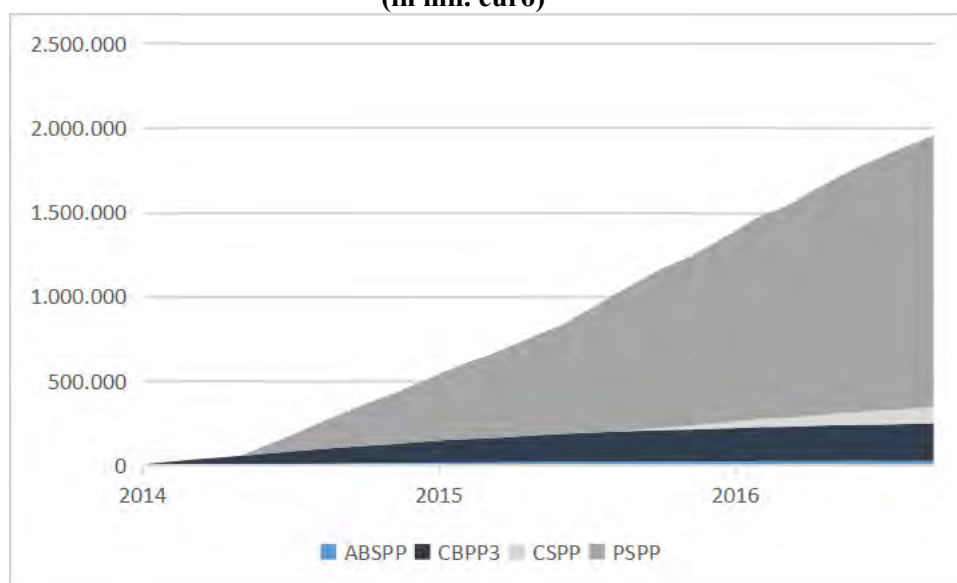
⁹ Corporate Sector Purchase Programme

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

comerciale aveau lichidități în surplus, acestea au preferat să le depoziteze la băncile centrale și să nu finanțeze economia reală. Prin intermediul acestui program, au fost injectați în economiile țărilor membre 96 de miliarde de euro până în luna iunie 2017 (Graficul 4).

Deși au existat comentarii ale analiștilor economici care considerau că programul TMD va lua sfârșit odată cu anul 2017, într-o conferință de presă avută în 8 iunie 2017, guvernatorul Mario Draghi a susținut că acesta va continua și după finalul anului, scopul final fiind acela de atingere a unui nivel anual al inflației pentru zona euro de 2% (Draghi, 2017).

Graficul 4: Evoluția și structura relaxării cantitative în UE în perioada 2014-2017 (în mil. euro)



Sursa: Banca Centrală Europeană, 2017

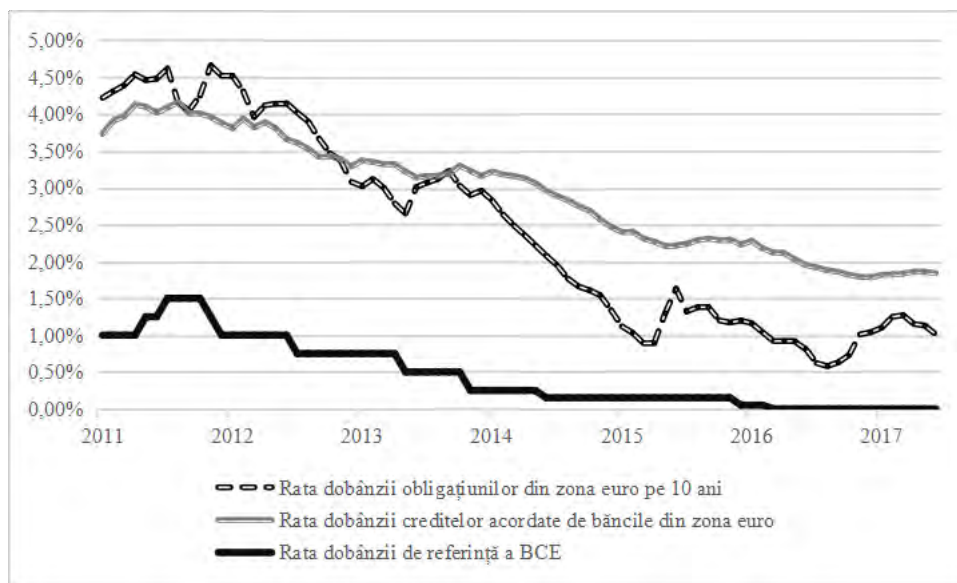
A funcționat relaxarea cantitativă în Zona euro?

Pentru a răspunde acestei întrebări vom analiza, *în primul rând*, principalii indicatori macroeconomici ai zonei euro, pentru a putea concluziona din evoluția acestora dacă a avut loc o schimbare fundamentală a situației ce se manifesta la începutul perioadei de implementare a relaxării cantitative și dacă evoluția s-a datorat și influenței acesteia.

În ceea ce privește ratele dobânzilor, deși ratele corespunzătoare obligațiunilor cu scadența la 10 ani au scăzut imediat după declarațiile guvernatorului Draghi din 2012, iar celelalte rate au înregistrat o scădere aproape constantă (Graficul 5), schimbarea de tendință nu s-a evidențiat și în volumul creditelor acordate de băncile comerciale (Graficul 6), acestea preferând să domicilieze banii în surplus la băncile centrale, chiar cu dobânzi real pozitive. Se observă o inversare a tendinței în ceea ce privește creditele comerciale către sfârșitul anului 2015, creșterea fiind totuși foarte redusă. Astfel, volumul investițiilor din economie a fost stimulat foarte puțin.

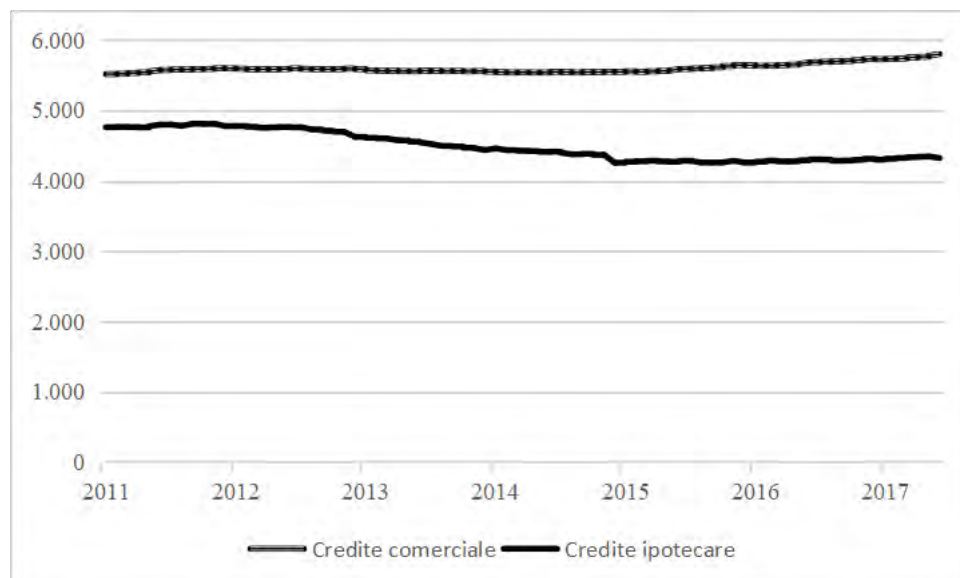
GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

Graficul 5: Evoluția ratelor dobânzilor în UE în perioada 2011-2017 (în %)



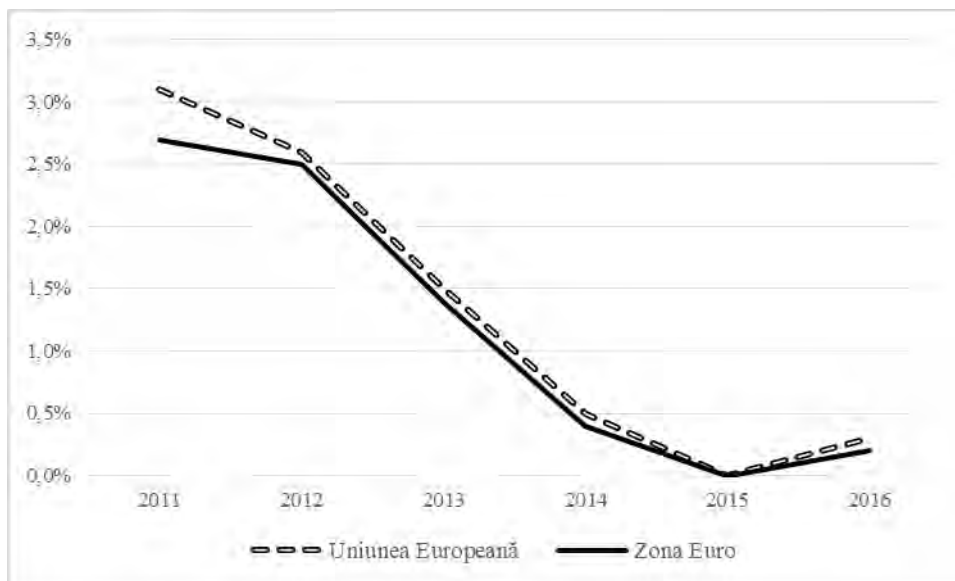
Surse: Eurostat, Federal Reserve Bank of St. Louis

Graficul 6: Evoluția soldului creditelor din Zona euro în perioada 2011-2017 (mil. euro)



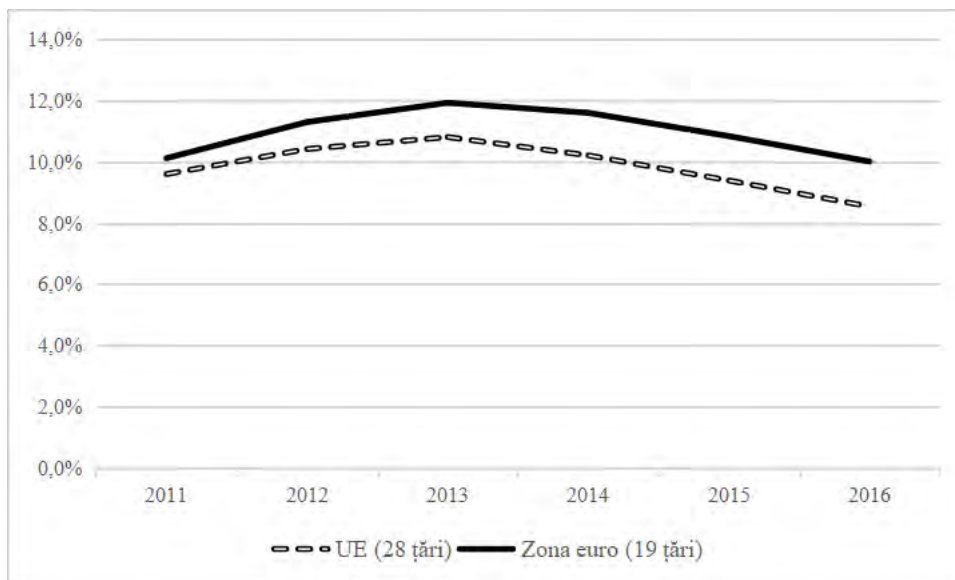
Sursa: Banca Centrală Europeană

În ceea ce privește rata inflației (Graficul 7), aceasta reprezintă cea mai mare problemă a Zonei euro, în ciuda tuturor eforturilor depuse de Banca Centrală Europeană și de guvernele statelor membre.

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE**Graficul 7: Evoluția ratei inflației în UE în perioada 2011-2016 (în %)**

Sursa: Eurostat

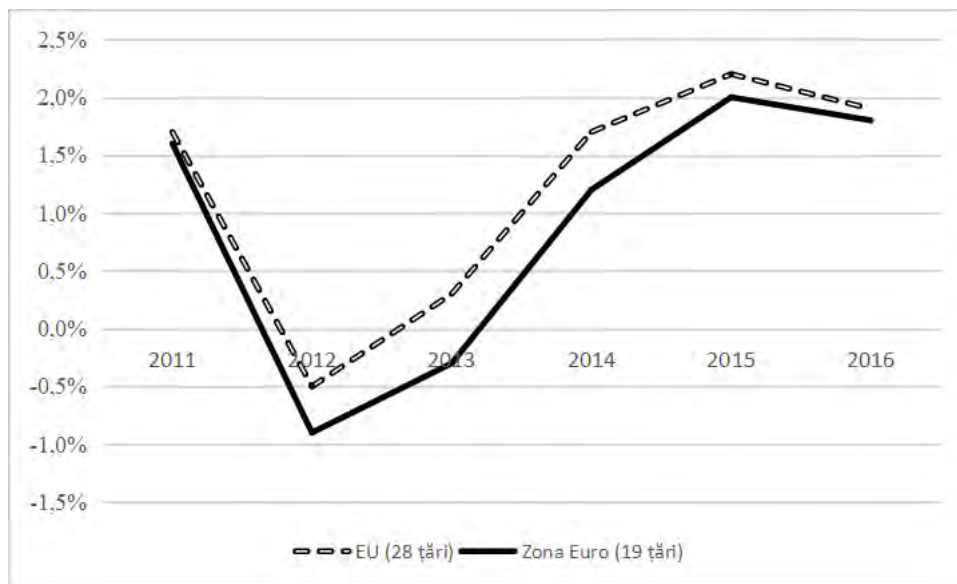
Cu toate că rata medie a șomajului în UE (Graficul 8) este în scădere continuă de la sfârșitul anului 2013, iar creșterea economică -chiar dacă are un ritm destul de modest- (Graficul 9) a revenit începând din anul 2012, creșterea salariilor nu se face simțită în aproape nicio țară membră a UE.

Graficul 8: Evoluția ratei șomajului în UE în perioada 2011-2016 (în %)

Sursa: OCDE

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

Graficul 9: Evoluția PIB în UE în perioada 2011-2016



Sursa: Eurostat

Germania se află pe teritoriul șomajului voluntar (cu o rată a șomajului mai mică de 4%), dar salariile nu au crescut cu un ritm mai mare de 2% pe an, ceea ce a condus la o lipsă a inflației, care a determinat creșterea excedentului contului curent, dar și la creșterea avantajului competitiv în raport cu aproape toate țările din UE.

Acest mecanism, denumit curba Phillips - prin care scăderea șomajului conduce la creșterea salariilor care, la rândul său, determină creșterea prețurilor - pare a nu mai funcționa în zona Euro, chiar și în țările în care există o creștere a salariilor (dar acestea nu mai au același impact asupra creșterii prețurilor).

Unul dintre motive este, așa cum am menționat mai devreme, acela al scăderii prețurilor din retail ca urmare a competiției acerbe. Un altul poate fi inexistența unei politici fiscale comune la nivel european (niveluri diferite de impozitare, politici ciclice și anticiclice diferite). Din analiza datelor Comisiei Europene (European Commission, 2017) se observă că țările nemembre ale zonei euro au înregistrat performanțe mai bune în cazul tuturor indicatorilor analizați, datorită faptului că au avut la dispoziție mai multe instrumente monetare și fiscale de aplicat în economie. Un alt motiv destul de important pare a fi faptul că anumite produse incluse în indicii de prețuri de consum sunt, de acum, fabricate în țări cu un nivel foarte redus al salariilor, având costuri de producție semnificativ mai mici decât în anii anteriori. Nu în ultimul rând, o altă explicație se datorează cererii insuficiente din economie, cerere aflată în stagnare din cauza faptului că multe dintre companii nu pot face investiții până când nu își reduc nivelul datoriilor.

În concluzie, se observă o recuperare în ceea ce privește majoritatea indicatorilor analizați, dar aceasta pare a avea un impact destul de redus, reintrarea în recesiune nefiind exclusă.

GUVERNANȚA UNIUNII EUROPENE

În al doilea rând, părerile analiștilor, ca și cele ale diferitelor bănci centrale din UE sunt împărțite. Rezultatele implementării relaxării cantitative pot fi vizualizate pe două paliere:

- euro s-a depreciat în raport cu dolarul (deși în ultimele săptămâni raportul cu acesta s-a echilibrat), iar dobânzile obligațiunilor pe termen lung au scăzut. Creditarea, investițiile și construirea de noi case au crescut într-o oarecare măsură (Demertzis și Guntram B. Wolff, 2016).
- inflația a rămas la un nivel foarte scăzut, profitabilitatea băncilor s-a redus, iar probabilitatea de a avea alte rezultate mai bune ca efect al continuării politicilor monetare curente este destul de scăzută (Demertzis și Guntram B. Wolff, 2016).

Există, în continuare, o serie de analiști economici care consideră că riscul declanșării unei inflații galopante în urma aplicării acestor politici - care, practic, reprezintă tot o creștere artificială a masei monetare - este foarte ridicat, mai ales prin prisma experienței trăite de Germania între cele două Războaie Mondiale. De asemenea, nu trebuie neglijate nici efectele politice și sociale ale apariției unui astfel de scenariu.

3. Concluzii

Relaxarea cantitativă a reprezentat un mecanism de intervenție de ultimă instanță, nefolosit până în urmă cu aproximativ 20 de ani și insuficient testat. Deși inegale, rezultatele aplicării relaxării cantitative s-au făcut simțite, cel puțin pe termen scurt.

O discuție mult mai importantă și foarte actuală nu ar trebui să aibă drept subiect doar implementarea relaxării cantitative în condiții de criză, ci și oricare dintre următoarele două subiecte de maximă importanță:

- este creșterea economică (măsurată prin indicatori de genul PIB sau derivați din acesta) obiectivul final al societăților moderne? Efectele creșterii economice astfel măsurate se distribuie la nivelul fiecărei țări și în cadrul fiecărei categorii sociale?
- ce ar trebui să se întâmple cu excedentele rezultate în urma creșterii economice din perioadele ciclice? Ar trebui acestea să fie constituite drept rezerve pentru a aplica măsuri de redresare în perioadele de recesiune sau nu?

Apreciem că este necesară o definiție a lumii ca fiind un întreg dinamic, caracterizat de diversitate, care să aibă o abordare calitativă a creșterii economice pentru a se obține o dezvoltare economică coerentă prin, de exemplu, asigurarea utilizării depline a resurselor umane prin crearea condițiilor necesare valorificării aptitudinilor fiecărei persoane (Bonciu, 2017).

În opinia noastră, trebuie să realizăm faptul că îndatorarea excesivă de astăzi poate conduce la apariția unor societăți dezechilibrate din punct de vedere economic

și social care poate vor trebui să conceapă și să implementeze alte politici monetare și fiscale pentru a depăși greutățile moștenite.

Referințe bibliografice

- Amadeo, Kimberly (2017). *QE4: Explanation, Pros, and Cons.*, disponibil la: <https://www.thebalance.com/qa4-explanation-pros-and-cons-3305532>.
- Banca Centrală Europeană (2012). *Technical features of Outright Monetary Transactions*, disponibil la: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.
- Bank of Japan (2017). *Time Series Data Search*, disponibil la: [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000_en&lstSelection=MD08](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=MD08).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2011). *Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan*, disponibil la: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1018/ifdp1018.pdf>.
- Bonciu, Florin (2017). *Abordări conceptuale privind creșterea și dezvoltarea economică*, Revista de Economie Mondială, 9(2), pp. 1-18.
- Da Costa, Polyana și Ponder, Crissinda (2016). *How Fed moves affect mortgage rates*, în Bankrate, disponibil la: <http://www.bankrate.com/finance/federal-reserve/financial-crisis-timeline.aspx>.
- Demertzis, Maria și Wolff, Guntram B. (2016). *The Effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme*, disponibil la: http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/pc_2016_10-1.pdf.
- Draghi, Mario (2012). *Speech at the Global Investment Conference in London*, disponibil la: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- Draghi, Mario (2017). *Press Conference*, disponibil la: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170608.en.html>.
- European Commission. (2017). *Statistical Annex of European Economy*, disponibil la: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/statistical_annex_ee_spring_2017.pdf.
- Fujukawa Megumi (2017). *Monetary policy has a new problem*, Wall Street Journal, disponibil la: <https://www.wsj.com/articles/monetary-policy-has-a-new-problem-amazon-1500373250>.
- Harrison, David (2017). *Fed Unveils Plans to Shrink Its Balance Sheet*, Wall Street Journal, disponibil la: <https://www.wsj.com/articles/fed-unveils-plans-to-shrink-balance-sheet-1497464483>.
- Investopedia. disponibil la: <http://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>.
- Royal Economic Society (2013). *Quantitative Easing and the Quantity Theory of Credit*, disponibil la: <http://www.res.org.uk/view/art5jul13features.html>.
- Stratfor (2015). *How quantitative easing differs in Japan and Europe*, disponibil la: <https://worldview.stratfor.com/article/how-quantitative-easing-differs-japan-and-europe>.
- Wikipedia. *Quantitative easing*, disponibil la: https://en.wikipedia.org/wiki/Quantitative_easing.