

**BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ ȘI SISTEMUL FEDERAL DE REZERVE:
O ANALIZĂ COMPARATIVĂ****THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND THE FEDERAL RESERVE:
A COMPARATIVE ANALYSIS**

Dorina Clichici *

*Institutul de Economie Mondială – Academia Română, București, România***Rezumat**

Scopul articolului este de a identifica principalele diferențe și similitudini care există între Banca Centrală Europeană (BCE) și Rezerva Federală a SUA (FED) prin prisma cadrului funcțional și a politicii monetare. Cercetarea are la bază analiza comparativă a istoricului instituirii Eurosistemului și Sistemului Federal de Rezerve, care a influențat modul în care aceste instituții funcționează în prezent. Sunt analizate totodată răspunsurile de politică monetară ale acestor instituții la criza financiară globală din 2007, în condițiile în care atât măsurile neconvenționale, cât și efectele acestora asupra ratei creșterii economice, a inflației și șomajului au fost relativ diferite. Lucrarea evidențiază existența unor diferențe între BCE și FED mai curând sub aspectul modului de organizare și funcționare a Comitetelor de politică monetară și al obiectivelor politicilor monetare, decât al structurii instituționale și al cadrului politicii monetare.

Cuvinte-cheie: Eurosistem, Banca Centrală Europeană, Sistemul Federal de Rezerve al SUA, politică monetară, măsuri neconvenționale

Clasificare JEL: G01, G15, G21, G28

Abstract

The purpose of this article is to identify the main differences and similarities between the European Central Bank (ECB) and US Federal Reserve (FED) in terms of their functional framework and monetary policy. The research is based on a comparative analysis of the history of establishing the Eurosystem and the Federal Reserve System, which has influenced the way these central banks operate today. It also analyzes the policy responses of the two institutions to the 2007 global financial crisis, since both their non-conventional policy measures and the effects thereof on growth, inflation and unemployment rates were slightly different. The paper finds that there are differences between the ECB and FED rather regarding the organization and functioning of the Committees for monetary policy and monetary policy objectives than the institutional structure and policy framework.

Key words: Eurosystem, European Central Bank, US Federal Reserve System, monetary policy, non-conventional measures

JEL Classification: G01, G15, G21, G28

* Autor de contact: dr. Dorina Clichici, e-mail: dorina.clichici2@gmail.com. Articolul reprezintă contribuția autorului la studiul „Apropierea economică și financiară a statelor membre din Uniunea Europeană – condiție pentru stabilitatea și unitatea Europei”, coordonat de Simona Moagăr-Poladian și Mihai Nițoi, Institutul de Economie Mondială, București, 2016.

1. Introducere

Din momentul lansării monedei unice – euro –, la 1 ianuarie 1999, Eurosistemul¹ a dobândit responsabilitatea pentru stabilirea politicii monetare unice în Zona euro, fiind din acel moment comparat cu Sistemul Federal de Rezerve (FED) al SUA, sistem cu similitudini importante, dar și cu deosebiri, condiționate de evenimentele istorice diferite care au stat la baza apariției acestor două instituții. Cu toate că autoritățile monetare ale acestor uniuni expun oarecum obiective diferite, evoluțiile în direcția sporirii independenței și transparenței și crearea comitetelor pentru politică monetară au contribuit la reducerea diferențelor dintre acestea (Gerdesmeier *et al.*, 2007, Mongelli *et al.*, 2009).

Totuși, organizarea politică distinctă a acestor uniuni are un impact semnificativ asupra modului de luare a deciziilor și de organizare a acestora în prezent. SUA reprezintă o federație politică cu drepturi depline, cu un singur guvern, în cadrul căreia deciziile privind politicile sunt luate la nivel federal și, prin urmare, sunt uniforme la nivelul federației. Zona euro, prin comparație, este o uniune constituită din 19 state membre suverane, în care cele mai multe decizii politice sunt luate de guvernele naționale, inclusiv cele aferente finanțelor publice. Această particularitate are impact asupra gradului de centralizare a deciziilor, Zona euro fiind considerată a avea un nivel mai ridicat de descentralizare comparativ cu Sistemul Federal de Rezerve al SUA.²

Cu o populație de peste 300 de milioane de locuitori, aceste două zone monetare, Zona euro și SUA, dețin cote de 11,9% și, respectiv, de 15,8% în PIB mondial. Conform datelor Băncii Mondiale, economia SUA este a doua economie a lumii³, ținând cont de volumul PIB calculat la paritatea puterii de cumpărare (PPC), care a reprezentat 17,9 trilioane de dolari în 2015, iar Zona euro (cea mai mare economie a lumii după SUA) a generat un PIB calculat la PPC de 13,5 trilioane de dolari (World Bank, 2016). Diferențele privind creșterea economică în Zona euro față de SUA au scăzut pe parcursul ultimilor 15-20 de ani, la fel și cele privind rata inflației, aceasta din urmă atingând niveluri comparabile cu rata inflației din SUA, chiar înainte de lansarea monedei euro. Totuși, structura economiei și în special a sistemului financiar al Zonei euro diferă semnificativ față de cea din SUA, cu implicații pentru formularea răspunsurilor în termeni de politică monetară la crizele care subminează stabilitatea sistemului financiar. Pentru a fi eficientă, politica BCE, de exemplu, trebuie să se concentreze, în primul rând, asupra sectorului bancar, care constituie sursa de bază a finanțării agenților economici.⁴ Există 3 diferențe semnificative privind structura economiei Zonei euro

¹ Eurosistemul este alcătuit din Banca Centrală Europeană (BCE) și băncile centrale naționale ale statelor care au adoptat moneda euro.

² Sistemul Federal de Rezerve este sistemul băncii centrale a SUA, cu trei caracteristici importante: (1) un consiliu central de administrație; (2) o structură de funcționare descentralizată compusă din 12 Bănci Federale de Rezerve; și (3) o combinație a caracteristicilor publice cu cele private.

³ În anul 2014, SUA, prima economie națională din lume, a fost devansată de China, ținând cont de volumul PIB calculat la PPC, conform datelor Băncii Mondiale.

⁴ Diferențele privind structura surselor de finanțare ale societăților nefinanciare sunt destul de mari. În Zona euro, finanțarea bancară a reprezentat în medie aproximativ 70% din totalul finanțării externe a firmelor în perioada 2002-2008; în SUA, în schimb, firmele se bazează într-o măsură mult mai mare pe sursele pieței nebancale, care reprezintă aproximativ 80% din totalul finanțării externe.

față de cea a SUA, care trebuie luate în considerare pentru eficiența politicilor BCE (Trichet, 2009).

1. Întreprinderile mici și mijlocii au un rol esențial în cadrul economiei Zonei euro, fiind deosebit de importante pentru creșterea economică și crearea de locuri de muncă. Aceste întreprinderi nu pot accesa direct piețele de credit, dar facilitarea accesului continuu la credite bancare este esențială pentru existența lor.
2. În Statele Unite, piața imobiliară a constituit epicentrul crizei, ceea ce nu este valabil și pentru Zona euro. În același timp, Zona euro a fost indirect afectată, odată ce băncile europene au deținut active toxice parțial garantate cu credite ipotecare originare din SUA.
3. Salariile și prețurile bunurilor și serviciilor sunt mai puțin flexibile în Zona euro decât în SUA. Această rigiditate încetinește, în perioade normale, procesul de ajustare a economiei; în circumstanțele actuale însă oferă o anumită protecție împotriva unor rezultate negative, cu condiția asigurării unei ancore solide pentru anticipațiile sectorului privat. În aceste împrejurări, politici excesiv de active ar putea risca să destabilizeze așteptările, fiind astfel contraproductive.

2. Particularitățile istorice ale creării Eurosistemului și Sistemului Federal de Rezerve

Etaple istorice diferite în care a fost înființat Eurosistemul și, respectiv, Sistemul Federal de Rezerve au influențat modul de funcționare a acestor instituții până în prezent.

Eurosistemul a fost instituit în momentul în care 11 state suverane au renunțat în mod voluntar la autonomia monetară, din dorința factorilor de decizie de a crea o monedă pan-europeană – euro –, dorință care s-a materializat în cadrul unui proces evolutiv, ce a demarat cu o serie de mecanisme de fixare a cursului de schimb. Crearea unei noi instituții supranaționale – Banca Centrală Europeană (BCE) – a constituit o etapă importantă a procesului de creare a Uniunii Economice și Monetare (UEM), proces care a demarat în iunie 1988. În urma confirmării obiectivului de realizare progresivă a UEM de către Consiliul European, s-au înființat BCE și Sistemul European al Băncilor Centrale (SEBC). BCE a fost concepută ca nucleu al Eurosistemului și al SEBC, dispunând de personalitate juridică în conformitate cu dreptul public internațional. La 1 ianuarie 1999, responsabilitatea privind politica monetară a fost transferată de la băncile centrale naționale din cele 11 state membre către BCE. Această structură monetară este unică în felul său în lume, fiind formată în prezent din 19 state suverane.⁵

În SUA, crizele financiare și dorința de restabilire a ordinii în sistemul financiar au constituit impulsul pentru crearea FED, acest factor contribuind la succesul mai mare al SUA comparativ cu cel al Zonei euro în ceea ce privește ieșirea din criza financiară globală. FED a fost creat „de la zero” de către Guvernul federal.

⁵ Austria, Belgia, Cipru, Finlanda, Estonia, Franța, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburg, Malta, Olanda, Portugalia, Spania, Slovenia și Slovacia.

Constituirea uniunii monetare din SUA a avut la bază Legea bancară națională din 1863, prin care a fost asigurată, într-o anumită măsură, stabilitatea monedei (legea prevedea acoperirea biletelor de bancă puse în circulație de băncile autorizate la nivel național cu titluri emise de Guvernul SUA). În pofida acestei legi, în perioada 1870-1907, în SUA au avut loc mai multe episoade de panică financiară și retrageri de depozite în masă care au afectat economia americană. Criza bancară deosebit de severă din 1907, declanșată de speculații financiare, a generat un consens privind necesitatea existenței unei autorități bancare centrale, care să asigure un sistem bancar sănătos și o monedă elastică.⁶ Ca răspuns la panica din 1907, a fost adoptată Legea Aldrich-Vreeland, care prevedea emiterea de urgență a monedei în timpul crizelor și institua Comisia Monetară Națională, pentru a căuta o soluție pe termen lung privind problemele bancare și financiare la nivel național. Soluția propusă a fost instituirea unei bănci centrale, care ar fi urmat să fie controlată de bancheri, plan ce a fost însă respins în 1912 de președintele SUA, Woodrow Wilson. În decembrie 1913⁷, s-a ajuns la un compromis și a fost adoptată *Legea Rezervei Federale*, care prevedea crearea unei bănci centrale descentralizate (FED), furnizarea unei monede elastice, oferirea mijloacelor de rescontare a titlurilor de creanță și stabilirea unei supravegheri mai eficiente a sectorului bancar din SUA. În noiembrie 1914, au fost selectate cele 12 orașe în care urmau să fie deschise băncile FED. În 1935 a fost modificată structura FED, prin crearea *COMITETULUI FEDERAL* pentru *OPERAȚIUNI* de piață (FOMC), în calitate de entitate juridică separată, și stabilirea unui termen al mandatului membrilor comitetului, de 14 ani.

3. Cadrul instituțional actual al Eurosistemului și Sistemului Federal de Rezerve

Particularitățile istorice și-au lăsat amprenta asupra *gradului de centralizare* a acestor două uniuni monetare, reflectată în caracterul mai descentralizat al Eurosistemului decât în cazul FED. Nivelul mai înalt de descentralizare al Eurosistemului este în concordanță cu *principiul subsidiarității* al UE⁸ (European Parliament, 2016), potrivit căruia deciziile sunt luate la nivel de țară sau regional, acolo unde este posibil, fiind aplicat în domenii precum luarea deciziilor și funcționarea politicii monetare, supravegherea bancară și statisticile în acest domeniu. Preferința pentru subsidiaritate implică însă existența unor limite potențiale privind creșterea eficienței în cadrul sistemului, ritmul de centralizare aflându-se în strânsă

⁶ Monedă elastică: o monedă care crește și scade în volum în mod automat, în funcție de necesitățile economiei. (Merriam-Webster Dictionary, 2016).

⁷ În 1912, președintele SUA, Woodrow Wilson, a solicitat consultanță de specialitate în vederea elaborării unei legi privind banca centrală, lui Carter Glass (reprezentant al Casei Reprezentanților din Virginia) și H. Parker Willis (profesor de economie de la Washington și Universitatea Lee). În decembrie 1912, Glass și Willis au prezentat proiectul care urma să devină, cu unele modificări, Legea Rezervei Federale (Federal Reserve Act).

⁸ Principiul subsidiarității servește drept criteriu care reglementează exercitarea competențelor neexclusive ale Uniunii Europene. Acesta exclude intervenția Uniunii în cazul în care o chestiune poate fi reglementată eficient de statele membre la nivel central, regional sau local și legitimează exercitarea competențelor Uniunii în cazul în care statele membre nu sunt în măsură să îndeplinească în mod satisfăcător obiectivele unei acțiuni preconizate, iar acțiunea la nivelul Uniunii poate aduce cu sine o valoare adăugată (Articolul 5 alineatul (3) din Tratatul privind Uniunea Europeană și Protocolul nr. 2 privind aplicarea principiilor subsidiarității și proporționalității).

legătură cu evoluția integrării politice în Europa (Wellink, 2002). Potrivit lui Wellink (2002), cât timp nu există un stat federal european, sarcinile-cheie legate de stabilitatea financiară și supravegherea bancară, precum și cele privind asigurarea unei viziuni independente asupra evoluțiilor economice naționale și ale Zonei euro, în contextul politicii monetare la nivel de Uniune, vor rămâne parte a activității băncilor centrale naționale. Pentru a putea îndeplini aceste sarcini în mod eficient, băncile centrale trebuie să rămână în strânsă legătură cu procesul formării politicii monetare. Având în vedere diferențele lingvistice, culturale și istorice dintre țările Zonei euro, nu trebuie subestimate importanța și gradul de dificultate mai ridicat, comparativ cu SUA, al demersurilor de explicare a deciziilor de politică cetățenilor de către băncile centrale.

În opinia unor autori (Wyune, 1999; Goodfriend, 2000), FED este mai puțin independent decât BCE. Constituția SUA acordă Congresului dreptul de a „emite monedă și de a reglementa valoarea acesteia”. În timp ce Congresul a delegat această responsabilitate FED, aceasta ar putea, în principiu, să o revoce în orice moment. Există totuși dispoziții menite să garanteze independența FED: instituția este independentă față de alte agenții guvernamentale, activând pe baza principiului autofinanțării. Mai mult, termenele mandatelor celor șapte membri ai Consiliului guvernatorilor (un mandat complet al unui membru durează 14 ani), numiți de către Președintele SUA și confirmați de Senat, se extind peste termenele prezidențiale și ale Congresului.

Totuși, cadrul instituțional al Eurosistemului este asemănător FED, BCE având același rol pe care îl are Consiliul guvernatorilor în cadrul FED, iar cele 19 bănci centrale sunt similare celor 12 Bănci Federale de Rezerve din SUA. Președintele BCE prezidează ședința Consiliului guvernatorilor BCE în același mod precum președintele Consiliului guvernatorilor FED prezidează ședințele FOMC. Consiliul guvernatorilor BCE este responsabil pentru formularea politicii monetare în UE.

Un aspect important prin care aceste două sisteme diferă este *procesul de luare a deciziilor de politică monetară și sistemul drepturilor de vot* în cadrul organului de conducere.

Membrii Consiliului guvernatorilor al FED din Washington formează *majoritatea* în cadrul FOMC, comitet care ia deciziile de politică monetară în SUA. FOMC este constituit din 12 membri cu drept de vot, dintre care 7 sunt membri ai Consiliului guvernatorilor și dețin drepturi de vot permanente (la fel ca cei 6 membri ai Comitetului executiv al BCE). Sistemul drepturilor de vot se bazează pe *rotația anuală* în cadrul FOMC. Președintele FED din New York are un drept de vot permanent, președinții FED din Chicago și Cleveland votează în fiecare al doilea an, iar președinții celorlalte nouă districte ale FED votează în fiecare al treilea an.

Prin comparație, membrii Comitetului executiv al BCE (6 membri) formează o *minoritate* în Consiliul guvernatorilor BCE (compus din 6 membri ai Comitetului executiv și 19 guvernatori ai băncilor centrale din cele 19 state membre). În cadrul BCE, funcționează sistemul *rotației lunare* a drepturilor de vot în cadrul Consiliului guvernatorilor (introdus

începând cu 2015).⁹ Membrii Comitetului executiv dețin drepturi de vot permanente. În scopul de a menține caracterul supranațional al luării deciziilor, guvernatorii tuturor băncilor centrale naționale sunt tratați în mod egal.

Există de asemenea deosebiri privind *strategia de comunicare* a orientării politicii monetare și a proiecțiilor indicatorilor macroeconomici. FOMC face publică decizia de politică monetară prin intermediul unui comunicat de presă și al notei de implementare a deciziei de politică monetară (publicate imediat după fiecare ședință). Prin contrast, Consiliul guvernatorilor al BCE prezintă deciziile de politică monetară în cadrul unei conferințe de presă, imediat după ședința Consiliului. În practică, atât Consiliul guvernatorilor al BCE, cât și FOMC funcționează în calitate de comitete colegiale. Însă FED manifestă un grad de dispersie ridicat în ceea ce privește opiniile prezentate de membrii Consiliului guvernatorilor, ceea ce sugerează o strategie de comunicare mai individualizată comparativ cu BCE (Ehrmann & Fratycher, 2005). Totuși, procesul de luare a deciziilor este unanim în cadrul FOMC. BCE are un grad mai înalt de colegialitate, atât sub aspectul procesului de luare a deciziilor, cât și al strategiei de comunicare. BCE se prezintă în calitate de instituție în cadrul căreia interesele naționale pot fi reconciliate, deciziile fiind luate în interesul Zonei euro, și orice decizie luată în baza unei viziuni naționale este exclusă. Cu toate că există diferențe privind strategiile de comunicare ale BCE și FED, în general, reacția pieței financiare este ridicată atât în cadrul Eurosistemului, cât și în SUA, reflectând nivelul înalt de eficiență a politicii monetare.

Transparența este comună ambelor instituții în termenii furnizării explicațiilor publicului și participanților pieței, în ceea ce privește diagnosticul economic și deciziile luate, care sunt prezentate în timp real. Câteva elemente diferențiază, totuși, aceste instituții în privința aspectului transparenței. Publicarea minutilor de către FED îl face mai transparent față de BCE. Deși BCE furnizează informații detaliate în timp real după luarea deciziilor privind ratele-cheie ale dobânzilor, această instituție nu publică minutele și raportul de vot după ședințe. Decizia BCE de a nu publica minutele și raportul de vot este argumentată prin unele presiuni publice potențiale cu care membrii Consiliului guvernatorilor s-ar putea confrunta din partea țărilor lor de origine (Gerdesmeier *et al.*, 2007).

4. Obiectivele de politică monetară

În ceea ce privește obiectivele de politică monetară ale celor două instituții, acestea diferă, fiind definite de circumstanțe și etape istorice diferite.

Obiectivul principal al politicii monetare a BCE este cel de *menținere a stabilității prețurilor*. Episoadele de hiperinflație care au avut loc în prima jumătate a secolului trecut în

⁹ Țările din zona euro sunt împărțite în grupe, în funcție de mărimea economiilor lor și a sectoarelor financiare ale acestora. Pentru a stabili cărui grup îi aparține fiecare guvernator al băncii centrale din cele 19, a fost stabilit un clasament. Guvernatorii din țările clasate în grupul „primelor 5” (în prezent, Germania, Franța, Italia, Spania și Olanda) dețin 4 drepturi de vot, iar ceilalți 14 dețin 11 drepturi de vot. Există trei clase diferite ale membrilor Consiliului guvernatorilor, iar drepturile de vot se succed lunar. În conformitate cu tratatele Uniunii Europene, sistemul de rotație a drepturilor de vot trebuie puse în aplicare în momentul în care numărul guvernatorilor ar depăși cifra de 18, cifră care a fost atinsă la 1 ianuarie 2015, când Lituania a aderat la Zona euro.

unele țări europene, în special în Germania (1921-1924), au influențat semnificativ obiectivul actual al politicii monetare europene. Temeiul juridic pentru politica monetară unică îl reprezintă Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene și Statutul Sistemului European al Băncilor Centrale și al Băncii Centrale Europene. Cadrul operațional al Eurosistemului conține următorul set de instrumente: operațiunile de piață monetară, facilitățile permanente și rata rezervelor minime obligatorii pentru instituțiile de credit.

Politica monetară a FED urmărește obiective multiple: *realizarea ocupării depline a forței de muncă, menținerea stabilității prețurilor și asigurarea unui nivel moderat al ratelor dobânzii pe termen lung* (Federal Reserve Board, 2016a).

Evenimentele care au urmat după Primul Război Mondial în SUA au contribuit la definirea responsabilităților FED, fiind menținut până în prezent obiectivul realizării ocupării depline a forței de muncă și al asigurării unui nivel moderat al ratelor dobânzii pe termen lung. Pentru a stopa recesiunea declanșată de acest război, șeful FED din New York, la începutul anilor '20, a recunoscut că aurul nu mai poate servi în calitate de instrument în controlul creditului și a inițiat achiziția de titluri de stat, demonstrând puterea operațiunilor de piață deschisă în ceea ce privește influența disponibilității creditelor în sistemul bancar. Astfel, în 1920 FED a început să utilizeze operațiunile de piață monetară ca instrument de politică monetară, în scopul combaterii recesiunii. Ca răspuns la Marea Depresiune din anii 1929-1933¹⁰, Congresul a adoptat una din cele mai importante legi bancare – Legea Glass-Steagall din 1933 –, care prevedea separarea băncilor comerciale de cele de investiții și utilizarea titlurilor de stat drept garanție pentru biletele de bancă emise de FED.¹¹ După cel de-al Doilea Război Mondial, în scopul evitării revenirii la depresiune economică, Congresul SUA a căutat să stabilească măsuri pentru a preveni încetinirea creșterii economice. Astfel, prin Legea privind ocuparea forței de muncă din 1946, FED i-a fost atribuit obiectivul de a asigura ocuparea deplină a forței de muncă, obiectiv valabil până în prezent.

În prezent, Legea Rezervei Federale stipulează responsabilitatea Consiliului guvernatorilor și a FOMC pentru realizarea politicii monetare „astfel încât să promoveze în mod eficient obiectivele ocupării depline a forței de muncă, prețurilor stabile și unui nivel moderat al ratelor dobânzilor pe termen lung”. Acest mandat realizează legătura dintre politica monetară și obiectivul mai larg al promovării unei economii mai productive și stabile în SUA. Instrumentele tradiționale ale politicii monetare a FED, utilizate în scopul atingerii țintei ratei fondurilor federale (ratei de politică monetară), se referă la rezervele minime obligatorii, operațiunile de piață monetară și programul de creditare cu discount.

¹⁰ În octombrie 1929, previziunile lui Carter Glass privind consecințele nefaste ale speculațiilor financiare s-au adeverit, în momentul în care bursa de valori s-a prăbușit, iar SUA au căzut în cea mai gravă depresiune din istoria lor. Între 1930-1933, aproape 10.000 de bănci au falimentat, iar în martie 1933, noul președinte al SUA, Franklin Delano Roosevelt, a declarat „vacanță bancară”.

¹¹ În 1999, prin Legea Gramm-Leach-Bliley a fost abrogată Legea Glass-Steagall, și li s-a permis băncilor să ofere o gamă largă de servicii financiare, inclusiv servicii bancare de investiții și de asigurări.

5. Răspunsurile BCE și FED la criza financiară globală

După cum rezultă din elementele de diferențiere a structurii economice a Zonei euro de cea a SUA, răspunsurile BCE și ale FED la criza financiară globală din 2007 au fost, la rândul lor, diferite. În prima etapă a crizei, în perioada 2007-2008, caracterizată prin amplificarea incertitudinii și a deficitului de lichiditate pe piețele financiare, ca urmare a falimentului unor mari instituții financiare din SUA și Marea Britanie, ambele bănci centrale s-au concentrat pe furnizarea de lichiditate prin diferite operațiuni. Acestea au urmărit scopul de a debloca piețele interbancare și de a relaxa condițiile generale de finanțare, utilizând instrumentul de rată a dobânzii. BCE a inițiat reducerea dobânzii de politică monetară în octombrie 2008, de la o rată de 3,75% până la nivelul zero în prezent. Însă reducerea nu a fost atât de promptă și semnificativă ca în cazul FED. De asemenea, etapa respectivă s-a caracterizat printr-o cooperare strânsă între FED și BCE, fiind încheiat un acord cu FED prin care au fost puse la dispoziția BCE linii swap (în schimbul euro, BCE obținea dolari). Ca urmare a confruntării cu deficitul fondurilor denominate în dolari, instituțiile financiare europene au primit sprijin de la BCE.

În a doua etapă a crizei, după 2008, ambele bănci centrale au decis reducerea și mai pronunțată a ratei dobânzii de politică monetară, până la pragul zero. Însă efectele adverse ale crizei asupra economiei nu au putut fi estompate, economiile ambelor state au intrat în recesiune și inflația a ajuns la cele mai scăzute niveluri în majoritatea țărilor europene. Ca urmare a programelor guvernamentale de salvare a sistemelor bancare din țările europene și a transferării datoriei suverane către sectorul bancar național, deficitele bugetare ale acestor țări s-au adâncit, iar datoria publică a crescut, transformând criza financiară într-o criză a datoriilor suverane (Criste și Lupu, 2013). Aceste probleme au afectat încrederea pe piețele financiare și transmisia politicii monetare, au sporit divergențele aferente riscului de credit în țările din Zona euro și au fragmentat piețele pe regiuni, agravând problemele din sistemul bancar. În aceste condiții, BCE a fost supusă unor provocări mai mari decât FED, datorită eterogenității economiilor țărilor care fac parte din sistemul monetar european. Devenise clar că ratele dobânzii la pragul zero nu sunt suficiente pentru susținerea activității economice și evitarea deflației, astfel încât atât BCE, cât și FED au apelat la o serie de măsuri neconvenționale, precum *forward guidance*¹² și relaxarea cantitativă.

BCE s-a angajat în politici denumite „*sprijin de credit sporit*” (Trichet, 2009), abordare ce presupune măsuri speciale, în principal aferente băncilor, care sunt realizate pentru a spori fluxul de credite, dincolo de ceea ce ar putea fi realizat doar prin reducerea ratei dobânzii de politică monetară. FED s-a angajat în special în programe de „*relaxare a creditelor*”, care au presupus furnizarea directă de credite (prin facilitatea de creditare cu discount), inițial

¹² *Strategia de orientare anticipativă a politicii monetare* („*forward guidance*”) constă în furnizarea de informații de către banca centrală către public cu privire la rata de politică monetară, prin care se încearcă a influența anticipațiile inflaționiste și, respectiv, deciziile financiare ale gospodăriilor, întreprinderilor și investitorilor. Mesajele clare ale băncii centrale către public constituie un instrument de prevenire a evenimentelor neașteptate, care ar putea perturba piețele și cauza fluctuații semnificative ale prețurilor activelor. Această strategie este un instrument-cheie al FED, BCE, Băncii Angliei și Băncii Japoniei.

instituțiilor de depozit care s-au confruntat cu un deficit de lichiditate, apoi firmelor și piețelor din afara sistemului bancar.

Începând din 2009, în scopul facilitării condițiilor de finanțare și de credit, ca și al consolidării procesului de transmisie a politicii monetare, BCE a dispus: furnizarea de lichidități nelimitate în euro și în unele valute străine prin intermediul pieței monetare, acceptarea unei game mai largi de colaterale eligibile la operațiunile sale de creditare, extinderea scadenței operațiunilor de refinanțare și achiziții directe de active private și guvernamentale (ECB, 2016b; ECB, 2016c). Mai mult decât atât, din a doua jumătate a anului 2012, a introdus programul de tranzacții monetare directe în locul programului de achiziționare de obligațiuni guvernamentale și a decis introducerea ratei dobânzii negative la facilitatea de depozit (începând din iunie 2014), pentru a stimula instituțiile financiare să-și orienteze resursele disponibile spre activitatea de creditare.

În afară de programele de achiziționare a titlurilor de stat, în iulie 2014 operațiunile standard de refinanțare au fost completate cu următoarele operațiuni neconvenționale de refinanțare pe termen lung (ECB, 2016d): operațiuni de refinanțare în euro, cu maturitatea la trei ani; operațiuni de furnizare de lichidități în dolari și operațiuni țintite de refinanțare pe termen mai lung (targeted longer-term refinancing operations – TLTROs) pentru perioade de până la patru ani. Aceste operațiuni oferă posibilități de finanțare atractivă pentru bănci, în scopul de a facilita și mai mult condițiile de creditare din sectorul privat și de a stimula creditarea bancară a economiei reale. Toate aceste măsuri neconvenționale au sporit în mod esențial lichiditatea pe piața interbancară și au reglat activitatea acestei piețe.

În iulie 2013, BCE a inițiat, pentru prima dată, *strategia de orientare anticipativă a politicii monetare*, cu scopul de a influența anticipațiile inflaționiste și, respectiv, deciziile financiare ale gospodăriilor, întreprinderilor și investitorilor. Astfel, prin declarațiile pe care le oferă BCE în prezent vizând menținerea dobânzii la un nivel redus pentru o perioadă extinsă de timp, se urmărește susținerea creditării și stimularea consumului și a investițiilor (ECB, 2016a). În martie 2017, BCE și-a reafirmat angajamentul de a menține gradul substanțial de acomodare monetară, care este necesar pentru asigurarea unei convergențe susținute a inflației către niveluri inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. În acest scop, BCE menține ratele dobânzilor reprezentative nemodificate și, începând din aprilie 2017, intenționează continuarea achizițiilor nete de active într-un ritm lunar de 60 de miliarde EUR până la sfârșitul lunii decembrie 2017.

Pentru a aborda riscurile unei perioade prelungite de inflație scăzută, BCE a inițiat, în ianuarie 2015, *programul extins de achiziționare de active* (expanded asset purchase PROGRAMME – APP), care include toate programele conform cărora sunt achiziționate titlurile de valoare din sectorul privat și public, respectiv (ECB, 2015):

- al treilea program de achiziționare de obligațiuni garantate (third covered bond purchase programme – CBPP3), cu scopul de a contribui la transmiterea politicii monetare, la facilitarea furnizării de credite către economia Zonei euro, la relaxarea orientării politicii monetare a BCE și la întoarcerea ratei inflației la niveluri mai apropiate de 2% (ECB, 2014);

- programul de achiziționare de titluri garantate cu active (asset-backed securities purchase programme – ABSPP), care urmărește să sprijine băncile să-și diversifice sursele de

finanțare și să stimuleze emiterea de noi titluri de valoare. Titlurile de valoare garantate cu active pot ajuta băncile să-și îndeplinească rolul de bază: acordarea de credite economiei reale.

În opinia BCE, securizarea creditelor și vânzarea acestor titluri poate asigura băncilor fondurile necesare pentru a oferi noi împrumuturi, proces ce facilitează în continuare condițiile de finanțare și de credit și contribuie la transmiterea politicii monetare. În martie 2015, Eurosistemul a început să cumpere valori mobiliare din sectorul public, iar din iunie 2016, a început să achiziționeze obligațiuni ale sectorului corporativ. Măsura urmărește să contribuie la consolidarea condițiilor de finanțare ale economiei reale, și, în colaborare cu alte măsuri neconvenționale de politică monetară, la acomodarea în continuare a politicii monetare.

Abordarea Rezervei Federale cu privire la punerea în aplicare a politicii monetare a evoluat semnificativ de la declanșarea crizei financiare globale. Primul răspuns al FED la criza financiară globală a fost furnizarea de lichiditate extraordinară în perioada 2007-2009, inițial prin extinderea creditării instituțiilor de depozit care s-au confruntat cu un deficit de lichiditate, prin programul de creditare cu discount, instrument utilizat destul de rar până la criză. Pe măsură ce criza s-a intensificat, FED a furnizat lichidități (în mod netradițional) firmelor și piețelor din afara sistemului bancar.

Un alt răspuns al FED, care a fost mult mai prompt și mai remarcabil comparativ cu cel al BCE, a fost diminuarea țintei pentru rata fondurilor federale, de la 5,25% în 2007 la un interval de 0-0,25% începând cu mijlocul anului 2008. De asemenea, din octombrie 2008, FED a fost autorizat de Congresul SUA să plătească o rată a dobânzii pentru rezervele minime obligatorii și pentru excesul de rezerve al instituțiilor de depozit. Prin majorarea sau scăderea ratei dobânzii plătite la rezervele excedentare (interest rate paid on excess reserves – IOER rate), FED poate influența atractivitatea deținerii în exces a rezervelor și afecta astfel rata fondurilor federale și alte rate ale dobânzii de piață pe termen scurt.

Cu toate că răspunsurile inițiale ale FED la criză au ajutat piețele financiare să se refacă și să funcționeze în mod normal, recesiunea economică din SUA, care a început în decembrie 2007, a fost deosebit de severă. Cu o rată a fondurilor federale aproape de zero, FOMC nu mai putea să se bazeze pe reducerea acesteia pentru a oferi sprijin suplimentar economiei, apelând la măsuri mai puțin convenționale de politică monetară: programele de achiziționare de active la scară largă, programul de extindere a maturității titlurilor de trezorerie achiziționate (până la 30 de ani) și strategia de orientare anticipativă a politicii monetare.

În perioada premergătoare crizei, FED utiliza operațiunile de piață monetară pentru a ajusta oferta soldurilor de rezervă ale instituțiilor de depozit, astfel încât să mențină rata fondurilor federale în jurul țintei stabilite de FOMC. În mod normal, Biroul operațiunilor de piață al FED achiziționa titluri de stat cu o maturitate medie de 3 ani pe piața deschisă. Urmărind scopul de a exercita o presiune descendentă asupra ratelor dobânzilor pe termen lung și, prin urmare, de a susține activitatea economică și generarea de locuri de muncă, prin crearea unor condiții financiare mai acomodative (reducerea costului și sporirea disponibilității creditului), în perioada 2008-2014 FED și-a extins portofoliul de titluri de valoare pe termen lung, cu maturitatea mai mare de 3 ani (prin programele de achiziționare de

active la scară largă). De asemenea, în perioada 2011-2012 a achiziționat titluri de trezorerie cu scadențe de la 3 până la 30 de ani și a vândut o valoare echivalentă de titluri de trezorerie cu scadențe mai mici de 3 ani (prin programul de extindere a maturității). În decembrie 2008, odată cu reducerea țintei ratei fondurilor federale aproape de zero, FOMC a inițiat utilizarea strategiei de orientare anticipată a politicii monetare, declarând că deteriorarea condițiilor economice justifică în mod excepțional menținerea unor niveluri reduse ale ratei fondurilor federale o perioadă de timp. Din decembrie 2012, FOMC a modificat strategia de politică monetară prin înlocuirea criteriului ce ține de perioada de timp pentru care se așteaptă să fie menținută rata de politică monetară, cu condiționalitatea economică (evoluția indicatorilor macroeconomici va determina FOMC să inițieze o majorare a ratei de politică monetară).

În decembrie 2015, când rata șomajului în SUA s-a apropiat de nivelul ocupării maxime a forței de muncă, FED a început să facă pași spre „normalizarea” politicii monetare, prin majorarea modestă a țintei ratei de politică monetară (Federal Reserve Board, 2015).

FOMC continuă să stabilească un interval țintă pentru rata fondurilor federale și să furnizeze publicului informații privind politica monetară prin această rată. Pentru a menține rata fondurilor federale în intervalul țintă, FED utilizează două rate administrate, rata dobânzii achitată de FED pentru soldurile rezervelor în exces ale instituțiilor de depozitare (IOER rate) și rata dobânzii achitată pentru acordurile repo reversibile overnight (overnight reverse repurchase – ONRRP rate)¹³, un tip de operațiuni de piață monetară (Federal Reserve Board, 2016b). Prin achitarea dobânzii la soldurile rezervelor în exces și la acordurile ONRRP, FED oferă condiții sigure pentru investițiile lichide ale instituțiilor bancare. FED intenționează să stabilească rata IOER egală cu limita superioară a intervalului țintă al ratei fondurilor federale, iar rata ONRRP egală cu limita inferioară a intervalului țintă. Creșterea acestor două rate ar pune presiune ascendentă asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt, inclusiv asupra ratei fondurilor federale, investitorii fiind mai puțin dispuși să accepte o rată mai mică la alte plasamente.

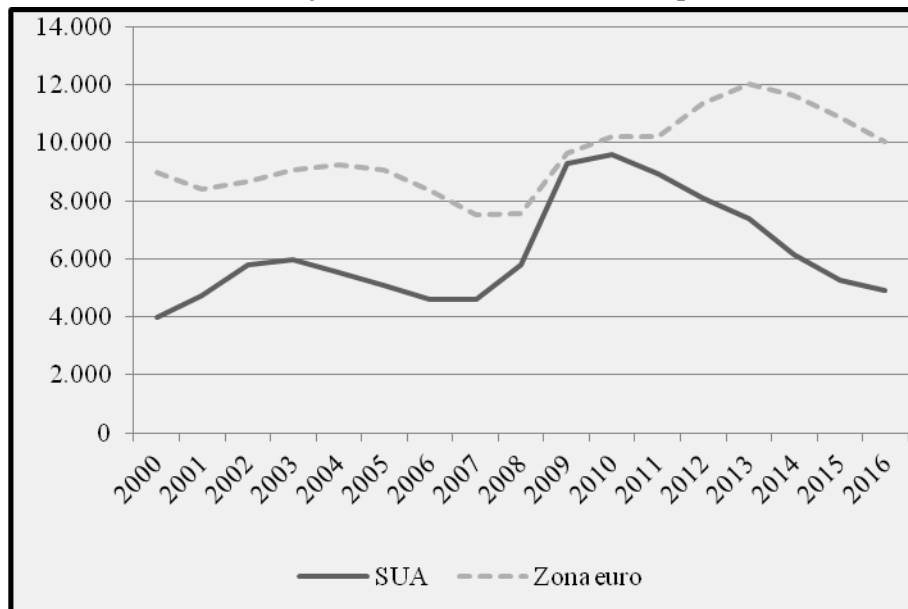
Pe măsură ce are loc procesul de „normalizare” a politicii monetare, FED planifică să reducă în mod progresiv și previzibil volumul valorilor mobiliare deținute, prin încetarea reinvestirii sumelor rambursate vizând titlurile de valoare deținute în portofoliu. FED intenționează, pe termen lung, să nu dețină mai multe valori mobiliare decât sunt necesare pentru punerea în aplicare în mod eficient a politicii monetare, și să dețină în primul rând titluri de trezorerie, minimizând astfel efectul participațiilor FED asupra alocării de credite în economie.

Datorită măsurilor neconvenționale de politică monetară, piața forței de muncă a SUA s-a consolidat începând din 2011, consolidare exprimată prin diminuarea ratei șomajului de la 8,9% în 2011 la 4,9% în 2016. Succesul politicii monetare acomodative în această privință este mai vizibil în SUA în comparație cu Zona euro (Graficul 1). Conform comunicatului de presă al FOMC, din decembrie 2016, consumul gospodăriilor a înregistrat o creștere moderată

¹³ Acordurile *overnight reversible repo* presupun furnizarea de fonduri Rezervei Federale de către o contraparte financiară eligibilă în schimbul titlurilor de trezorerie deținute de FED, pentru care i se achită o rată ONRRP; în ziua următoare, fondurile sunt returnate contrapărții eligibile, iar valorile mobiliare sunt returnate Rezervei Federale.

în 2016, iar volumul investițiilor fixe realizate de întreprinderi a rămas foarte scăzut pe tot parcursul anului 2016. Începând din anul 2015, rata inflației s-a plasat pe o pantă ascendentă, aflându-se însă sub obiectivul pe termen lung de 2% al FOMC.

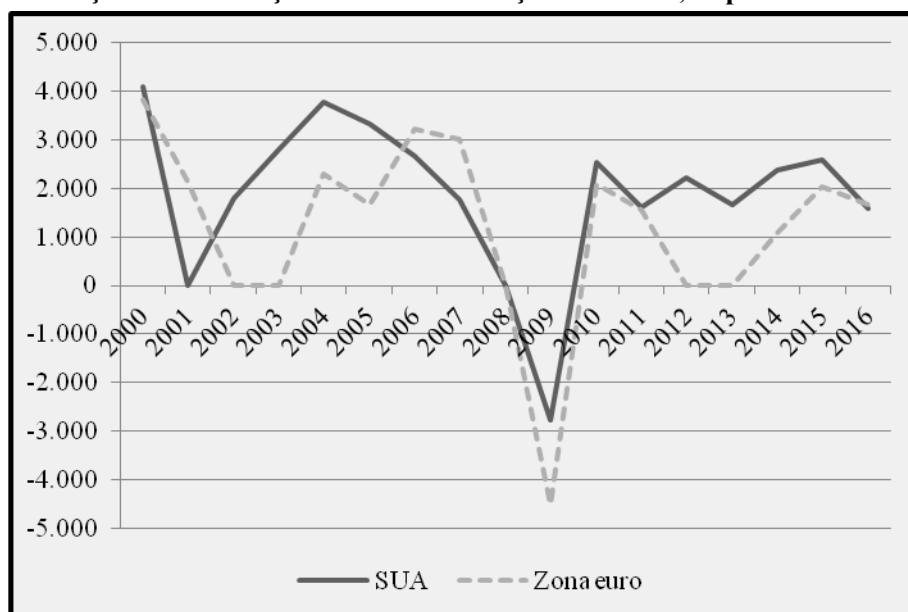
Graficul 1: Evoluția ratei șomajului în SUA și Zona euro, în perioada 2000-2016 (în %)



Sursa: Grafic elaborat de autor în baza datelor FMI (IMF, 2016).

Pe măsură ce condițiile pentru abordarea unei creșteri a ratei fondurilor federale au continuat să se consolideze, FOMC a realizat majorarea țintei pentru rata fondurilor federale, în decembrie 2016 (de la 0,25-0,5% la 0,5-0,75%) și în martie 2017 (la 0,75-1%), având în vedere consolidarea pieței muncii, creșterea moderată a inflației și intensificarea activității economice (Graficele 2 și 3).

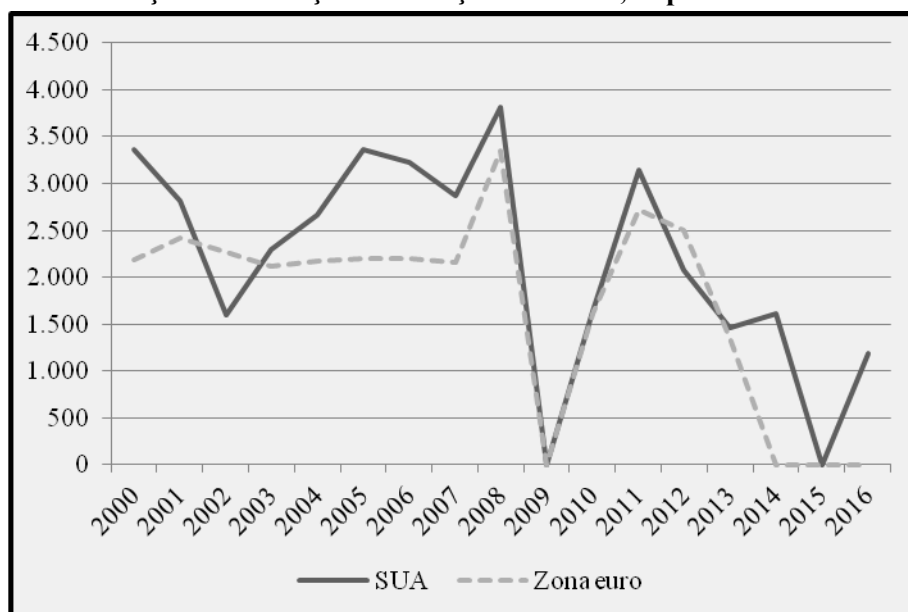
Graficul 2: Evoluția ratei de creștere a PIB în SUA și Zona Euro, în perioada 2000-2016 (în %)



Sursa: Grafic elaborat de autor în baza datelor FMI (IMF, 2016).

Orientarea politicii monetare a FED rămâne acomodativă, sprijinind astfel îmbunătățirea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă și atingerea unei rate a inflației de 2%. FOMC își menține politica existentă de reinvestire a plăților încasate din deținerile sale de datorii ale agențiilor federale și din titlurile de valoare garantate cu credite ipotecare, și anticipează a face acest lucru până la normalizarea nivelului ratei fondurilor federale.

Graficul 3: Evoluția ratei inflației în SUA și Zona Euro, în perioada 2000-2016 (în %)



Sursa: Grafic elaborat de autor în baza datelor FMI (IMF, 2016).

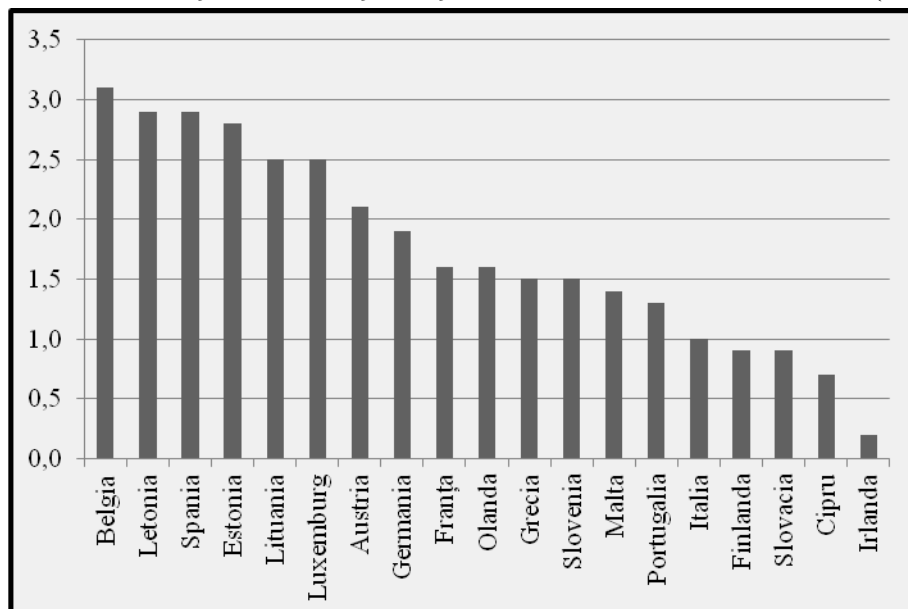
Economia Zonei euro continuă să manifeste reziliență față de efectele nefavorabile ale incertitudinilor economice și politice la nivel mondial, în condițiile în care înregistrează în continuare o redresare economică. Situația Zonei euro a început să se amelioreze în special începând din iunie 2016. Piața forței de muncă a dat primele semne de redresare, rata șomajului diminuându-se de la 10,1% în iunie 2016 la 9,6% în ianuarie 2017) (ECB, 2017). După o perioadă lungă a ratei inflației apropiată de zero, aceasta a crescut moderat, dar constant începând din iunie 2016, de la 0,1% la 1,8% în ianuarie 2017. Însă, pe de o parte, această creștere se datorează aproape în exclusivitate majorării prețului petrolului, iar, pe de altă parte, este marcată de o eterogenitate profundă în Zona euro. De exemplu, în luna ianuarie 2017, cele mai mari rate ale inflației au fost înregistrate în Belgia (3,1%), Letonia (2,9%) și Spania (2,9%), pe când cele mai mici puteau fi întâlnite în Cipru și Irlanda (Graficul 4).

Evoluțiile pozitive în ceea ce privește rata inflației și rata șomajului reflectă faptul că Zona euro pare că a ieșit din *criza de încredere*, care constituia unul din impedimentele mecanismului de transmisie a politicii monetare menționat de Parlamentul European în 2012 (European Parliament, 2012).

Cu toate acestea, perspectivele evoluției economice a Zonei euro rămân grevate de riscuri majore, în special în contextul incertitudinilor asociate cu evoluția comerțului

internațional, ca urmare a schimbărilor de politică externă promovate de noul președinte al SUA, dar și al volatilității financiare globale generate de schimbările în politica monetară a țărilor dezvoltate, al retoricii populiste din țările din Zona euro, precum și al efectelor potențiale ale ieșirii Marii Britanii din Uniunea Europeană.

Graficul 4: Evoluția ratei inflației în țările Zonei euro, în ianuarie 2017 (în %)



Sursa: Grafic elaborat de autor în baza datelor Eurostat (2017).

Zona euro este susținută în continuare de măsurile cuprinzătoare de politică monetară ale BCE, menite a asigura condiții de finanțare favorabile pentru firme și populație (ECB, 2016a). Însă pentru a valorifica avantajele oferite de măsurile de politică monetară, este necesară o contribuție mult mai substanțială din partea politicilor din alte domenii, atât la nivel național, cât și european. Implementarea reformelor structurale se cere accelerată în mod considerabil în vederea stimulării creșterii PIB și a reducerii șomajului structural în Zona euro.

6. Concluzii

Structura economiei și a sistemului financiar al Zonei euro diferă semnificativ de cea din SUA, cu implicații pentru formularea răspunsurilor de politică monetară la crizele care subminează stabilitatea sistemului financiar. Pentru a fi eficientă, politica BCE trebuie să se concentreze, în primul rând, asupra sectorului bancar, care constituie sursa de bază a finanțării agenților economici, ceea ce nu este valabil și în cazul SUA (unde sursele bancare de finanțare a societăților nefinanciare dețin doar 20% în totalul surselor externe ale acestora).

Analiza literaturii de specialitate dezvăluie atât similitudini, cât și diferențe între BCE și FED. Diferențele se referă în special la modul de organizare și funcționare a Comitetelor de politică monetară și la obiectivele politicilor monetare ale acestor instituții, și mai puțin la structura instituțională, cadrul politicii monetare și utilizarea instrumentelor politicii monetare.

Atât BCE, cât și FED reprezintă sisteme ale băncilor centrale, însă FED este mai centralizat și mai puțin independent, odată ce Constituția SUA acordă Congresului dreptul de a „emite monedă și de a reglementa valoarea acesteia”. Nivelul mai înalt de descentralizare al Eurosistemului este în concordanță cu *principiul subsidiarității* al UE, potrivit căruia deciziile sunt luate la nivel de țară sau regional, atunci când este posibil, fiind aplicat în domenii precum luarea deciziilor și funcționarea politicii monetare, supravegherea bancară și statisticile în acest domeniu.

Ambele instituții pun un accent puternic pe *transparența* procesului de luare a deciziilor, în termenii furnizării explicațiilor publicului și participanților pieței cu privire la diagnoza economică și deciziile luate, care sunt prezentate în timp real. Câteva elemente diferențiază totuși aceste instituții în privința aspectului transparenței. Publicarea minutelor de către FED îl face mai transparent comparativ cu BCE. Deși BCE furnizează informații detaliate în timp real după luarea deciziilor privind ratele-cheie ale dobânzilor, această instituție nu publică minutele și raportul de vot după ședințe. Decizia BCE este argumentată prin presiunile publice potențiale cu care membrii Consiliului guvernatorilor s-ar putea confrunta din partea țărilor lor de origine.

De asemenea, există diferențele care țin de *modul în care funcționează Comitetele de politică monetară*. În practică, atât Consiliul guvernatorilor, cât și FOMC funcționează în calitate de comitete colegiale. Însă FED prezintă un grad de dispersie ridicat în ceea ce privește opiniile prezentate de membrii Consiliului guvernatorilor, ceea ce sugerează o *strategie de comunicare* mai individualizată comparativ cu BCE. Totuși, procesul de luare a deciziilor este unanim în cadrul FOMC. BCE are un grad mai înalt de colegialitate, atât în privința procesului de luare a deciziilor, cât și a strategiei de comunicare. BCE se prezintă în calitate de instituție în cadrul căreia interesele naționale pot fi reconciliate, deciziile fiind luate în interesul Zonei euro, și orice decizie luată în baza unei viziuni naționale este exclusă.

În virtutea elementelor de diferențiere a structurii economice a Zonei euro față de cea a SUA, răspunsurile BCE și FED la criza financiară globală din 2007 au fost și ele diferite. În prima etapă a crizei, în perioada 2007-2008, caracterizată prin amplificarea incertitudinii și a deficitului de lichiditate pe piețele financiare, ambele bănci centrale s-au concentrat pe furnizarea de lichiditate prin diferite operațiuni. După încercările de revitalizare a economiei cu ajutorul instrumentelor convenționale, în special cele de diminuare a ratelor de dobândă, ambele instituții au abordat instrumente non-standard ale politicii monetare. FED s-a angajat în special în programe de „*relaxare a creditelor*”, care a presupus inițial furnizarea directă de credite instituțiilor de depozitare care s-au confruntat cu un deficit de lichiditate, apoi firmelor și piețelor din afara sistemului bancar. BCE s-a angajat în politici denumite „*sprrijin de credit sporit*”, abordare ce presupune măsuri speciale, în principal aferente băncilor, care sunt realizate pentru a spori fluxul de credite dincolo de ceea ce ar putea fi realizat doar prin reducerea ratei dobânzii de politică monetară.

Măsurile neconvenționale puse în aplicare de BCE și FED până în prezent au avut, la rândul lor, efecte diferite asupra ratei creșterii economice, a ratei inflației și a ratei șomajului în aceste două zone monetare. În 2016, piața forței de muncă a SUA a continuat să se consolideze, și s-a accelerat modest ritmul de creștere a activității economice și rata inflației.

Succesul politicii monetare acomodative a FED este mai vizibil în această parte a lumii decât în Zona euro, unde se înregistrează o rată a șomajului de două ori mai mare. Lipsa unor progrese economice semnificative în anul 2016, în special în Zona euro, a făcut ca orientarea politicii monetare atât a BCE, cât și a FED să rămână acomodativă, sprijinind astfel îmbunătățirea în continuare a condițiilor pe piața forței de muncă și atingerea unei rate a inflației de 2%.

Referințe bibliografice

- Criste, A., Lupu, I. (2013). The European project beyond the financial crisis. Ovidius University Annals, Economic Sciences Series, Volume XIII, Issue 1, 2013.
- ECB (2014). Decizia BCE/2014/40 privind punerea în aplicare a celui de-al treilea program de achiziționare de obligațiuni garantate. Disponibil la: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj-jol_2014_335_r_0010-ro-txt.pdf
- ECB (2015). BCE anunță un program extins de achiziționare de active. Disponibil la: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.ro.html
- ECB (2016a). Declarație introductivă susținută în cadrul conferinței de presă. Disponibil la: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is161020.ro.html>
- ECB (2016b). Asset purchase programmes. Disponibil la: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- ECB (2016c). Key ECB interest rates. Disponibil la: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
- ECB (2016d). Open market operations. Disponibil la: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>
- ECB (2017). Key Euro Area Indicators. Disponibil la: https://Www.Ecb.Europa.Eu/Stats/Ecb_Statistics/Key_Euro_Area_Indicators/Html/Index.En.Html
- Ehrmann M., Fratzscher M. (2005), How Should Central Banks Communicate?, Ecb Working Paper No. 557. Disponibil la: <https://Ssrn.Com/Abstract=850944>
- European Parliament (2012). Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison Of The Ecb, Fed And Boe, Directorate General For Internal Policies, Policy Department A: Economic And Scientific Policies. Disponibil la: <http://Www.Europarl.Europa.Eu/Document/Activities/Cont/201207/20120705att48393/20120705att48393en.Pdf>
- European Parliament (2016). Principiul Subsidiarității. Disponibil la: http://Www.Europarl.Europa.Eu/Ftu/Pdf/Ro/Ftu_1.2.2.Pdf
- Eurostat (2017). Harmonised Indices Of Consumer Prices (Hicp). News Releases. Disponibil la: <http://Ec.Europa.Eu/Eurostat/Web/Hicp/Publications/News-Releases>
- Federal Reserve Board (2015). Policy Normalization. Disponibil la: <https://Www.Federalreserve.Gov/Monetarypolicy/Policy-Normalization.Htm>
- Federal Reserve Board (2016a). Conducting Monetary Policy. Disponibil la: https://Www.Federalreserve.Gov/Pf/Pdf/Pf_3.Pdf
- Federal Reserve Board (2016b). Open Market Operations. Disponibil la: <https://Www.Federalreserve.Gov/Monetarypolicy/Openmarket.Htm>
- Gerdesmeier, D., Mongelli, P., Roffia, B. (2007). The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and Differences. ECB WORKING PAPER SERIES, NO 742 / MARCH 2007. Disponibil la: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=975680
- Goodfriend, M. (2000). The Role of a Regional Bank in a System of Central Banks, FRB Richmond Economic Quarterly, Vol. 86, No. 1, Winter 2000, pp. 7-25. Disponibil la: <https://ssrn.com/abstract=2126564Ehrmann&Fratycher, 2005>
- IMF (2016). World Economic Outlook October 2016. Subdued Demand: Symptoms and Remedies. October 2016, World Economic and Financial Surveys, Washington D.C.
- Mongelli, F., Gerdesmeier, D., Roffia, B. (2009). The Fed, the Eurosystem, and the Bank of Japan: More similarities or differences? Disponibil la: <http://voxeu.org/article/fed-eurosystem-and-bank-japan-similarities-and-differences>.
- Trichet, J. (2009). The ECB's enhanced credit support, Keynote at the University of Munich, 13 July 2009. Disponibil la: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>.

- Wellink, N. (2002). Monetary unions in Europe and the US - just how different are they? Speech at The Institut International d'Etudes Bancaires, Amsterdam, 17 May 2002. Disponibil la: <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/speeches-2002/auto35772.jsp>
- World Bank (2016). Database. Disponibil la: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=wdi-database-archives-%28beta%29>
- Wynne, M. A. (1999). The European System of Central Banks. Federal Reserve Bank of Dallas.

Vă rugăm să citați acest articol astfel:

Clichici, D. (2017). Banca Centrală Europeană și Sistemul Federal de Rezerve: o analiză comparativă. *Revista de Economie Mondială*, 9(2), pp. 19-35
