



COLECȚIA BIBLIOTECA BĂNCII NAȚIONALE
DE ROMÂNIE *
SERIE NOU *

MOHAMED A. EL-ERIAN

**UNICUL JUCĂTOR.
BĂNCILE CENTRALE,
INSTABILITATEA
ȘI EVITAREA
URMĂTOAREI CRIZE**



CURTEA VECHÉ
PUBLISHING

Cuprins

13	Preambul
	PARTEA I
19	LOGICA ACESTEI CĂRȚI
21	Capitolul 1: Să pregătim scena
27	Capitolul 2: Unicul jucător
35	Capitolul 3: Problema comunicării băncilor centrale
43	Capitolul 4: Cum este organizată această carte și de ce
	PARTEA a II-a
47	ASCENSIUNEA, PRĂBUȘIREA ȘI ÎNVIEREA BĂNCILOR CENTRALE
49	Capitolul 5: Epoca de aur a băncilor centrale și a bulelor financiare
55	Capitolul 6: Eșecuri în serie
65	Capitolul 7: Învierea băncilor centrale
	PARTEA a III-a
73	DE LA „CE?” LA „ȘI CE DACĂ?”
75	Capitolul 8: Să pregătim scena
79	Capitolul 9: Scopul unei întregi generații
95	Capitolul 10: Reducerea riscului ca șomerii să devină neangajabili
99	Capitolul 11: Inegalitatea tridimensională
105	Capitolul 12: Deficitul persistent de încredere
111	Capitolul 13: Disfuncții în politica internă
115	Capitolul 14: Calea „G-0” către „non-sistemul economic internațional”
121	Capitolul 15: Migrația și metamorfoza riscurilor financiare
127	Capitolul 16: Iluzia lichidității

133	Capitolul 17: Decalajul dintre piețe și realitate
145	Capitolul 18: Cu greu putem avea o casă bună într-un cartier rău-famat
	PARTEA a IV-a
151	PROGRESUL DEZIRABIL
153	Capitolul 19: Cum să abordăm cele zece mari provocări
157	Capitolul 20: Proiectarea unor politici grandioase într-o versiune redusă
	PARTEA a V-a
177	DE LA CEEA CE AR TREBUI SĂ SE ÎNTÂMPLA LA CEEA CE PROBABIL SE VA ÎNTÂMPLA
179	Capitolul 21: Când dezirabilul nu este fezabil
185	Capitolul 22: Să transformăm complexitatea care ne paralizează într-o simplitate pe care o putem controla
189	Capitolul 23: Curba de distribuție a rezultatelor posibile
191	Capitolul 24: O lume cu divergențe mai mari (I)
199	Capitolul 25: O lume cu divergențe mai mari (II)
203	Capitolul 26: O lume cu divergențe mai mari (III)
209	Capitolul 27: O lume cu divergențe mai mari (IV)
219	Capitolul 28: În rezumat
	PARTEA a VI-a
223	ELEMENTELE-CHEIE NECESARE UNEI DISTRIBUȚII BIMODALE
225	Capitolul 29: Ce ne spune istoria
231	Capitolul 30: Cum să recunoști punctele slabe și să depășești prejudecățile
237	Capitolul 31: Să încurajăm și să îmbunătățim diversitatea cognitivă
241	Capitolul 32: Cum să traducem conștientizarea în opționalitate, adaptabilitate și agilitate
247	Capitolul 33: Importanța analizei scenariilor posibile
253	Capitolul 34: Să evaluăm lichiditatea și opțiunile viitoare
	PARTEA a VII-a
257	O SINTEZĂ
259	Capitolul 35: În rezumat
271	Mulțumiri
275	Note

*Dedicată fiicei mele, mamei mele, surorii mele.
În memoria tatălui meu.*

*Vă mulțumesc pentru dragostea voastră extraordinară,
pentru prietenia voastră magnifică,
pentru ajutorul vostru constant
și pentru inspirația voastră impresionantă.*

Preambul

„Lucrul de care avem nevoie nu sunt cunoștințele financiare, ci o mai bună cunoaștere a lumii financiare.“

Martin Wolf

„Lumea a epuizat în mare măsură posibilitățile improvizației utilizate de băncile centrale ca strategie de creștere.“

Larry Summers

În ultimii câțiva ani, economia globală a evoluat în moduri considerate cândva foarte improbabile, dacă nu chiar de neconceput. Este un fenomen care continuă și astăzi; după cum voi demonstra în această carte, el se va intensifica în perioada următoare.

Criza financiară globală care a zguduit aproape fiecare țară, guvern și gospodărie din lume, în perioada 2008–2009, a făcut loc unei „noi normalități“ frustrante de creștere economică scăzută, unor inegalități în creștere, disfuncțiilor politice și, în unele cazuri, unor tensiuni sociale – toate, în pofida intervențiilor politice masive din partea băncilor centrale și a inovațiilor tehnologice transformatoare.

Acum, această nouă normalitate își epuizează pe zi ce trece posibilitățile. Cei interesați de fenomen văd că semnele de îngrijorare se înmulțesc – atât de mult, încât putem spune că drumul pe care se află economia globală pare să se apropie de final și de o manieră bruscă.

Pe măsură ce ne apropiem de acest punct de inflexiune istoric, lucrurile de neconceput vor deveni mai frecvente, iar aspectele vulnerabile se vor înmulți, mai ales că devine mai clar că, în locul unei

tranzii line și automate, calea actuală ar putea lăsa loc unuia dintre cele două drumuri noi foarte diferite. Primul promite o creștere favorabilă incluziunii și o stabilitate financiară reală. Dar, în contrast puternic, al doilea ne-ar conduce la o rată de creștere și mai scăzută, la recesiuni periodice și la revenirea instabilității financiare.

Din fericire, nu există nimic predestinat în legătură cu ceea ce va veni după epuizarea noii normalități. Drumul de ieșire din viitoarea „bifurcație“ poate fi influențat decisiv de propriile noastre alegeri, fie că este vorba de gospodăria individuale, fie de companii sau guverne. Dar, pentru a face alegeri mai bune, trebuie să înțelegem forțele aflate în joc și evoluția lor probabilă. Nu există o modalitate mai bună de a face acest lucru decât printr-o examinare a principalelor bănci centrale ale lumii... din trecut, prezent și viitor.

Aceste instituții, aparent neinteresante și lipsite de sare și piper, au fost principalii autori de politici economice, uneori singurii autori de politici publice. După ce dormitau în timp ce lumea își asuma riscuri financiare iresponsabile, ele au trecut la o intervenție agresivă în timpul crizei financiare globale. Astfel, au salvat economia mondială de la o depresiune prelungită, care ar fi devastat viețile oamenilor și ar fi favorizat tensiunile sociale.

Simțind că alți factori de decizie erau paralizați din cauza unor politici disfuncționale, băncile centrale au descoperit modalități experimentale de a ține economia globală pe calea creșterii economice, chiar dacă aceasta era artificială, lucru care s-a întâmplat în pofida faptului că motoarele subiacente ale prosperității economice continuau să fie oarecum obosite.

Acum, lumea așteaptă ca aceste instituții monetare să continue să facă miracole. Însă capacitatea lor de a scoate iepuri albi din joben pare să se fi epuizat în mare măsură.

Acest rol de protagonist este nou și neobișnuit pentru băncile centrale. Timp de zeci de ani, ele au acționat departe de lumina reflectoarelor. Cei interesați să observe conduita acestor instituții orgolioase și predispuși la tradiție – și nu erau atât de mulți în afara cercului destul de restrâns al economiștilor aplecați spre teoria monetară și al celor interesați de politică – le-au văzut ca fiind formate din tehnocrați extrem de convenționali, care lucrau cu discreție în culise, folosind instrumente tehnice complexe.

Prima bancă centrală din lume a apărut în Scandinavia secolului al XVII-lea, același secol în care a apărut Banca Angliei (1694), considerată mama băncilor centrale moderne. În pofida dispariției Imperiului Britanic, „Bătrâna doamnă de pe Threadneedle Street“,

după cum este alintată instituția care a avut o influență majoră asupra celorlalte bănci centrale din lume, continuă să fie unul dintre cei mai influenți membri ai acestui club exclusivist și enigmatic.

Cu toate acestea, puterea și influența ei pălesc în comparație cu acelea ale altor două instituții care apar des în această carte: Rezerva Federală a Americii (FED), cea mai puternică bancă centrală din lume, și Banca Centrală Europeană (BCE), emitentul monedei comune a Europei (euro), care este utilizată în prezent de nouăsprezece țări membre și reprezintă cea mai avansată componentă a proiectului istoric de integrare a regiunii. Ambele instituții sunt mult, mult mai tinere decât Banca Angliei.

FED a fost înființată abia în 1913, ca răspuns la turbulențele financiare ale epocii. Astăzi, ca bancă centrală a celor cincizeci de state și teritorii americane și funcționând sub autoritatea delegată de Congres, FED are misiunea de a „oferi națiunii un sistem monetar și financiar sigur, flexibil și stabil“.

BCE a devenit operațională în 1999. Lucrează cu băncile centrale naționale care fac parte, de asemenea, din Eurosistem, scopul acestuia fiind acela de a menține stabilitatea prețurilor, de a proteja moneda comună și de a supraveghea instituțiile de credit (predominant bănci).

Pentru a-și atinge obiectivele, toate băncile centrale sunt împuțernicite să gestioneze moneda și masa monetară a țării în vederea atingerii obiectivelor macroeconomice specificate – în general, acela de inflație scăzută și stabilă, precum și, în unele cazuri, creștere economică ridicată și grad mare de ocupare a forței de muncă. În ultimii ani, tot mai multe bănci centrale au fost însărcinate cu supravegherea unor părți ale sistemului financiar și cu asigurarea stabilității financiare generale.

La nivelul cel mai elementar al operațiunilor lor, băncile centrale controlează prețul banilor și cantitatea de bani în circulație, fie direct (prin modificarea ratelor dobânzilor pe care le percep băncilor și a cantității de credit pe care băncile au voie să o creeze), fie indirect (prin influențarea apetitului pentru risc al sistemului și a condițiilor financiare generale ale acestuia). Procedând astfel, li s-a acordat, de-a lungul timpului, o mai mare autonomie operațională față de șefii lor politici.

Acționând direct sau printr-un proces parlamentar, guvernele stabilesc obiectivele macroeconomice ale băncilor centrale. Apoi, multe au libertatea de a atinge obiectivele folosind instrumentele considerate a fi potrivite. Acest mod de lucru a fost acceptat de publicul larg,

la modul general, deoarece protejează băncile centrale de aventurile politice pe termen scurt ale guvernelor, interesate întotdeauna să câștige următoarele alegeri. De fapt, puterea și influența băncilor centrale au crescut treptat.

Să luăm exemplul FED. La fel ca toate celelalte bănci centrale, această instituție a devenit extraordinar de complexă din perspectiva misiunii, a instrumentelor și influenței exercitate, trecând de la simplul statut de emitent unic de monedă la cel de administrator și controlor al sistemului bancar, ceea ce înseamnă mult mai mult. Mai concret, și citând din lista de obiective proprii, care se regăsesc pe pagina sa web (<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>), în prezent, FED este responsabilă de:

- punerea în practică a politicii monetare a națiunii prin influențarea condițiilor monetare și de credit ale economiei, în căutarea nivelului maxim de utilizare a resurselor, în vederea asigurării unor prețuri stabile și a unor rate ale dobânzii moderate pe termen lung;
- supravegherea și reglementarea instituțiilor bancare pentru a asigura stabilitatea și soliditatea sistemului bancar și financiar al națiunii, precum și pentru a proteja drepturile utilizatorilor de credite;
- menținerea stabilității sistemului financiar și limitarea riscului sistemic care poate apărea pe piețele financiare; și
- furnizarea de servicii financiare instituțiilor de depozit, guvernului SUA și instituțiilor oficiale străine, jucând inclusiv un rol major în funcționarea sistemului de plăți al națiunii.

În ciuda acestei expansiuni notabile a responsabilităților, puterii și impactului, nimic nu a pregătit băncile centrale pentru metamorfoza dramatică, fără precedent, prin care au trecut ele în ultimii câțiva ani – atât în timpul crizei financiare globale, cât și după aceasta.

Forțate să iasă din anonimatul lor misterios și din abordarea lor extrem de tehnică, băncile centrale au fost aruncate dramatic pe scenă, în lumina reflectoarelor, deoarece au devenit singurele instituții responsabile de soarta economiei globale. Răspunzând unor situații de urgență repetate, ele au lăsat deoparte abordările convenționale și, în schimb, au evoluat spre o politică de experimente în serie.

Adesea, și de o manieră foarte contraintuitivă pentru astfel de instituții obsedate de tradiție, ele au fost forțate să inventeze lucrurile pe loc, să improvizeze. În mod repetat, au fost obligate să recurgă

la instrumente politice netestate. Având în vedere că, de obicei, rezultatele nu s-au ridicat la nivelul așteptărilor, multe au simțit (și încă simt) nevoia de a se aventura tot mai adânc în chestiuni și roluri politice necunoscute și nefamiliare.

Pentru cei obișnuiți cu funcționarea convențională a economiilor și a sistemelor financiare, toate acestea reprezintă doar o transfigurare de neconceput pentru băncile centrale. Cu toate acestea, schimbările structurale nu s-au oprit aici.

Metamorfoza băncilor centrale face parte dintr-o schimbare semnificativ mai amplă, ale cărei efecte vor fi resimțite de noi toți, de copiii noștri și, cel mai probabil, și de copiii lor. Este vorba de o schimbare care se referă la evoluții mult mai profunde în economia globală, în funcționarea piețelor și în peisajul financiar. Iar implicațiile merg dincolo de economie și finanțe, extinzându-se la politica națională, la negocierile regionale și globale, la geopolitică.

Înțelegerea metamorfozei neplanificate, pentru ele însele și pentru mulți alții, incomodă, a băncilor centrale, de la instituții în mare parte invizibile la unicul jucător din oraș, ne oferă o perspectivă unică asupra schimbărilor mult mai mari care afectează lumea noastră. Astfel, putem:

- explica modul în care sistemul global a rămas din ce în ce mai în urmă în îndeplinirea aspirațiilor legitime a sute de milioane de oameni de pe mai multe continente, inclusiv cele legate de progresul economic, angajarea remunerativă și securitatea financiară;
- detalia motivele pentru care lumea întâmpină tot mai multe dificultăți, ca să înțelegem rațiunile pentru care țările devin din ce în ce mai inegale și să explicăm cauzele care fac astfel încât atât de mulți oameni trăiesc cu acest sentiment recurent de instabilitate financiară și chiar de suferință; și
- să facem lumină în ceea ce privește motivul pentru care atât de multe sisteme politice luptă din greu doar pentru a înțelege realitățile în schimbare rapidă, pentru a le controla și, mai mult, pentru a le modifica în bine.

Trăind în această lume, cei mai mulți dintre noi au observat deja, direct sau indirect, un set de schimbări neobișnuite, dacă nu cumva improbable. Este un fenomen care se resimte la mai multe niveluri. Or, toate acestea înseamnă abia începutul.

În anii următori, este posibil ca această lume extrem de fluidă în care trăim să ne scoată și mai mult din zonele noastre de confort;

ne va provoca să răspundem în consecință. Nu ar trebui să așteptăm doar ca guvernele să îmbunătățească situația.

Cu excepția cazului în care înțelegem natura forțelor perturbatoare, inclusiv punctele de inflexiune și bifurcațiile, reacțiile noastre nu se vor ridica, probabil, la nivelul așteptărilor. Or, cu cât acest lucru devine tot mai evident, cu atât mai mare este probabilitatea de a pierde controlul asupra unui destin economic, financiar și politic ordonat – atât pentru generația noastră, cât și pentru cea viitoare.

Privind lumea prin ochii băncilor centrale, scopul acestei cărți este de a crește probabilitatea ca dumneavoastră să gestionați mult mai bine evenimentele care vor avea loc în economia globală. Analizând cauzele și implicațiile transformării istorice și neașteptate a băncilor centrale și, mai important, legându-le de schimbări sociale mult mai ample, cartea explică pe scurt cum și de ce am ajuns în acest moment important. Totuși, nu avem de-a face cu o carte de istorie și, cu siguranță, nu este vorba doar despre băncile centrale. În schimb, oferind o diagnoză a lumii în care trăim, ea tratează în principal viitorul economiei globale, pe care îl împărtășim cu toții sau mulți dintre noi, și ne spune ce să facem în privința lui – specificând, astfel, elementele necesare pentru a scoate sistemul global din starea actuală, probabilitatea ca acest lucru să se întâmple și explicând cum anume vor sta lucrurile în caz de eșec.

Din toate aceste motive și din alte câteva ce vor deveni evidente după parcurgerea cărții, speranța mea este că principalele concluzii ale cititorilor se vor extinde cu mult dincolo de înțelegerea rolului critic al băncilor centrale, inclusiv măsura în care destinul acestor instituții a ajuns să se identifice cu soarta economiei globale. În același timp, cititorul va ajunge să înțeleagă noi cadre de analiză, care îl vor ajuta să ia decizii personale mai bune pe viitor.

PARTEA I

LOGICA
ACESTEI CĂRȚI

Capitolul 1

Să pregătim scena

„Aidoma medicilor din trecut, care încercau să explice cauzele bolilor fără să aibă habar de germeni și bacterii, intelectualii au încercat să explice funcționarea economiilor dezvoltate fără să înțeleagă funcționarea sectorului financiar și riscurile generate de acesta.“

Ferdinando Giugliano

Ne aflăm într-un moment-cheie al economiei mondiale. Luna noastră de miere cu sectorul serviciilor financiare – „finanțele“ – a luat sfârșit cu reproșuri foarte serioase. Din moment ce încrederea a dispărut, pur și simplu nu este fezabil să revenim la o relație apropiată și caldă; cu siguranță, relația care va continua să existe nu ar trebui să fie la fel de intimă și de exclusivă precum cea predominantă în perioada premergătoare crizei financiare globale din 2008. Totuși, despărțirea nu este o opțiune. Interconexiunea și interdependența dintre economiile reale și sistemul financiar sunt prea profunde pentru ca acestea să meargă vreodată pe căi separate; astfel, interacțiunea lor continuă să fie esențială în privința creșterii economice, a creării locurilor de muncă și a stabilității financiare.

Recunoscând importanța stabilirii unei relații funcționale mai bune între economia globală și finanțele globale, atât pentru generațiile actuale, cât și pentru cele viitoare, băncile centrale au depus eforturi majore pentru a câștiga timp de la izbucnirea crizei financiare globale încoace. Ele s-au lansat într-o serie de inițiative fără precedent, folosind măsuri experimentale și asumându-și riscuri enorme.

Miza este extrem de mare și, deocamdată, niciun rezultat specific nu pare prestabilit – fie doar pentru faptul că băncile centrale nu ajung singure la rezultatul dorit, care implică acea combinație de creștere economică ridicată și incluzivă, de locuri de muncă multe și bine plătite, de inflație scăzută și stabilă, de stabilitate financiară veritabilă și solidă. Guvernele și politicienii trebuie să colaboreze mai constructiv cu băncile centrale, iar noi, ca indivizi, prin pregătirea și acțiunile noastre, putem contribui mult la efortul colectiv de a obloji rănile lăsate de idila ajunsă la final.

Anumite părți ale economiei globale se vindecă și își recapătă liniștea cu ajutorul Statelor Unite. Dar altele, cum ar fi țările din Europa și Japonia, continuă să lăncezească și să se afle departe de momentul revenirii pe calea cea bună. Altele, cum ar fi Grecia și Venezuela, se confruntă cu riscul unei catastrofe iminente. Pe de altă parte, un sector financiar incomplet reabilitat continuă să producă anomalii pe bandă rulantă. Acestea nu se limitează doar la aspecte tehnice obscure, cu impact limitat. Ele afectează pe toată lumea: pe investitorul care caută profituri relativ sigure ca urmare a plasării propriilor economii, o companie mică aflată în căutare de capital sau o familie care dorește să-și controleze destinul financiar și să dobândească un sentiment durabil de stabilitate și securitate pe termen lung.

A existat o epocă – nu cu mult timp în urmă – în care guvernele nu plăteau dobânzi pentru a ne convinge să cumpărăm obligațiunile emise de ele însele în vederea finanțării deficitului bugetar. În acest caz, de ce le-am fi acordat împrumuturi? În prezent, un volum considerabil de obligațiuni emise de guvernele europene aduc un randament nominal negativ. Cu alte cuvinte, investitorii recompensează guvernele pentru oportunitatea de a le acorda împrumuturi! A existat o vreme – nu foarte îndepărtată – în care băncile își disputau depozitele noastre. Ne ofereau tot felul de cadouri, de la prăjitore de pâine la bani-numerar. Toate erau doritoare să pună mâna pe capitalul nostru. În prezent, lucrurile nu mai stau așa. Tot mai multe bănci europene și nord-americane aplică strategii de evitare a depozitelor.

Au existat vremuri în care societatea avea încredere în sistemul bancar, considerându-l un mijloc de canalizare a fondurilor împrumutabile către scopuri productive; societatea avea încredere în capacitatea de reglementare și supraveghere a guvernelor și băncilor centrale. Această încredere s-a evaporat, deoarece iresponsabilitatea cu care băncile au acceptat riscurile, acompaniată de relaxarea reglementărilor, a dus economia mondială în pragul unei depresii economice. Va fi nevoie de mult timp pentru restabilirea încrederii. Între

timp, apar platforme alternative, precum Lending Club și Payoff, care încearcă să-i pună mai bine în contact pe creditorii și pe debitorii marginalizați.

A existat, de asemenea, o perioadă în care sistemul politic respecta băncile centrale, admițându-le expertiza tehnică și acordându-le o enormă autonomie operațională. Acest lucru nu prea se mai întâmplă în prezent. Pe ambele maluri ale Atlanticului, se depun eforturi politice repetate pentru a supune aceste instituții influente unei supravegheri mai atente și unor verificări mai dure.

Toate acestea spun ceva despre un fenomen mult mai profund și mai important. Oricât de stabil ar părea pentru unii la suprafață, configurația actuală a economiei globale și a sistemului financiar este din ce în ce mai greu de menținut. Sub fațada calmului neobișnuit din ultimii câțiva ani, întrerupt de relativ puține crize de instabilitate, în anii 2008–2009, tensiunile sunt în creștere, iar eficiența băncilor centrale devine tot mai discutabilă, într-o măsură atât de mare, încât ridică semne serioase de întrebare cu privire la soliditatea traiectoriei actuale pe care se află economia mondială.

Știrea este bună și rea în același timp.

Este bună deoarece ne oferă o soluție de ieșire dintr-o fază frustrant de prelungită de mediocritate economică și prețuri artificiale pe piețele financiare – una care a fost dominată de o economie globală ce funcționează cu mult sub potențialul său, împiedicând, astfel, crearea de locuri de muncă, alimentând disfuncționalitățile sistemului politic, contribuind la tensiuni geopolitice și agravând inegalitățile.

Există deja un consens neobișnuit în rândul economiștilor cu privire la componentele unei soluții durabile. Aceasta ar putea fi stimulată prin inovații incitante și prin investiții masive de bani, care, în prezent, stau neutilizați sau sunt folosiți în scopuri defensive. Singura condiție ar fi aceea ca politicienii noștri să-și îndeplinească responsabilitățile naționale, regionale și globale – prin conceperea și aplicarea unor agende politice naționale mai cuprinzătoare, printr-o mai bună coordonare la nivel regional și prin îmbunătățirea cooperării politice globale. Este nevoie, de asemenea, ca sectorul privat să răspundă unui mediu mai favorabil, inclusiv prin investirea unei proporții mai mari din banii acumulați în activități productive.

Vestea rea este că politicienii nu au un istoric bun în ceea ce privește propunerea unor soluții globale în ultimii ani; în plus, cu cât agendele naționale devin mai diferite, cu atât mai dificile sunt coordonarea și cooperarea transfrontaliere. Pe de altă, acționând pe cont propriu, sectorul privat în ansamblu nu este în măsură să

facă progresele decisive necesare pentru reluarea serioasă a creșterii economice; este puțin probabil ca „insulele“ de excelență, care trag foloase de pe urma transformărilor, să aibă atât de mult impact pe cât ar putea și ar trebui; iar unele ar putea fi chiar contaminate cu elemente nu foarte recomandabile.

Dacă nu reușim să obținem rezultate mai bune, riscăm să pierdem generații întregi de creștere economică. Pe lângă șomajul în rândul tinerilor, instabilitatea financiară și un sentiment real de insecuritate pentru mulți, acest lucru ar reduce potențialul de creștere viitoare. Polarizarea politică, disfuncționalitățile și blocajul s-ar intensifica, la fel ca tensiunile geopolitice, inegalitățile și alienarea, toate acestea urmând să afecteze milioane de tineri și bătrâni din întreaga lume.

Băncile centrale au muncit din greu, încercând să încline balanța în favoarea rezultatului de succes. Acționând atât individual, cât și în colaborare, ele au câștigat timp, pentru ca sectorul privat să se vindece și pentru ca politicienii să acționeze împreună, aceasta după ce au acționat cu îndrăzneală pentru a ajuta lumea să evite ceea ce ar fi fost o depresiune prelungită și incredibil de dăunătoare.

Deși ar trebui să fim recunoscători și să lăudăm băncile centrale pentru implicare, trebuie, de asemenea, să recunoaștem că eficiența lor scade, ceea ce nu este surprinzător din moment ce ele își limitează politicile la cele câteva instrumente de care dispun. În consecință, economia globală de astăzi poate fi înțeleasă mai bine ca aflându-se în fața unei situații pe care englezii o denumesc „intersecție în T“ sau „bifurcație în T“. Cu alte cuvinte, drumul pe care ne aflăm acum, unul proiectat și întreținut de băncile centrale hiperactive, ajunge la final, probabil, în următorii trei ani, dacă nu cumva mai devreme, și va fi înlocuit cu unul dintre cele două drumuri, care contrastează fundamental prin implicațiile și destinațiile la care conduc.

Un drum de ieșire din intersecție implică restabilirea unei creșteri economice incluzive, care creează locuri de muncă, reduce riscul de instabilitate financiară și combate inegalitatea excesivă. Această cale reduce tensiunile politice, limitează disfuncționalitățile politice și aduce speranța de a dezamorsa unele dintre amenințările geopolitice ale lumii.

Celălalt drum este cel al unei rate și mai scăzute de creștere economică, o rată ridicată și persistentă a șomajului și accentuarea inegalităților. Este un drum care implică instabilitate financiară globală, alimentează extremismul politic și erodează coeziunea socială, precum și integritatea.

În această etapă, există o probabilitate aproximativ egală pentru aceste două rezultate foarte diferite. Dar atât sectorul public, cât și cel privat au potențialul de a determina care dintre aceste două drumuri va deveni în cele din urmă al nostru. Doar prin înțelegerea mai bună a acestei faze recente a istoriei economice și financiare, destul de neobișnuită, putem înclina balanța în favoarea drumului mai bun de ieșire din T.

Putem – și trebuie – să facem tot posibilul pentru a o lua pe un drum mai bun, eliberând, astfel, potențialul neexploatat al atâtor oameni din întreaga lume și, cel mai important, al tinerilor fără loc de muncă. Astăzi, nu există un obiectiv mai important ca acesta.

Capitolul 2

Unicul jucător

„Uneori, tocmai oamenii despre care nimeni nu-și imaginează nimic sunt cei care fac lucruri pe care nimeni nu și le poate imagina.“

The imagination game (film)

„În ultimii ani, politica monetară a fost principalul instrument și, de multe ori, singurul instrument utilizat de țările dezvoltate pentru a stimula creșterea economică.“

The Economist

Într-o zi destul de plăcută de noiembrie, la Paris, Christian Noyer, respectatul guvernator al Băncii Naționale a Franței, a salutat participanții la Simpozionul Internațional „Central Banking: The Way Forward?“, organizat de instituția pe care el însuși o conducea. Cei mai importanți reprezentanți ai băncilor centrale din lume s-au adunat pentru a-l asculta și pentru a participa la ediția din 2014 a acestui prestigios simpozion, desfășurat la hotelul Westin, nu în luxoasa sală de festivități a Banque de France, aflată în proces de renovare.

Într-un cadru destul de intim, se aflau mulți guvernatori de bănci centrale din țările dezvoltate și în curs de dezvoltare. Janet Yellen, președinta Rezervei Federale din SUA, era însoțită de câțiva președinți ai băncilor regionale ce compun FED. Se aflau acolo guvernatorul Băncii Angliei, Mark Carney, și guvernatorul Raghuram Rajan, al băncii centrale din India, la fel ca mulți alți guvernatori din Africa, Asia-Pacific, America Latină și Orientul Mijlociu. La această adunare impresionantă de oficiali, au venit intelectuali de frunte și analiști de

politică monetară. S-au aflat printre invitați reprezentanți ai sectorului privat, de la marile companii financiare la membrii presei (deși, din cauza constrângerilor de spațiu, cei mai mulți au avut locuri în balcoanele sălii).

Făcând o scurtă prezentare a panelurilor de discuție, guvernatorul Noyer a spus cu subiect și predicat în ce constă ceea ce mulți din sală considerau a fi atât punctele tari, cât și punctele slabe ale băncilor centrale. Recunoscând că „băncile centrale au fost considerate unicul jucător din oraș“, el s-a întrebat dacă nu cumva „așteptările foarte mari puse în ele nu ar putea să le aducă prejudicii în viitor“.¹

Participanții nu au avut de unde să știe că, doar câteva săptămâni mai târziu, lumea băncilor centrale va fi zguduită, însă nu de acțiunile marilor instituții, ci mai degrabă de comportamentul neașteptat de abrupt și surprinzător al celor mai mici, ale căror conduită și reputație fuseseră atent ranforsate ani de-a rândul, pentru a fi sinonime cu stabilitatea și predictibilitatea.

În câteva săptămâni, Banca Națională a Elveției avea să renunțe brusc la un element-cheie al sistemului său de curs valutar, făcând acest lucru într-un mod care s-a dovedit a fi incredibil de perturbator pentru piețe; Singapore și-a modificat propriul sistem de curs valutar; iar Danemarca a declarat că nu se va mai implica în lansarea unor noi obligațiuni de stat.

Următoarele câteva săptămâni au însemnat un colaps al randamentelor aduse de titlurile guvernamentale. Nivelurile negative au ajuns la un minim, pe ultimii nouă ani, al curbei rentabilității cu privire la Germania. Obligațiunile de referință pe zece ani se tranzacționau la doar cinci puncte de bază (adică 0,05%). Investitorii s-au repezit să cumpere multe obligațiuni nou emise direct de la unele guverne europene, acceptând să plătească (mai degrabă decât să primească) venituri din dobânzi pentru a face acest lucru. Ei vedeau cum băncile mari încercau să-i descurajeze în mod activ pe deponenți să le încredințeze banii.

Acestea au fost doar câteva exemple, dintre multele posibile. Mărimea negativă a ratei dobânzii a Elveției a depășit-o pe cea a Germaniei, deoarece banca centrală de acolo s-a luptat din greu pentru a slăbi francul elvețian, văzut de multă vreme ca o monedă cu o soliditate incontestabilă. Chiar și ratele la titlurile de stat europene mai „riscante“, cum erau cele emise de Italia și Spania, au atins niveluri record, extrem de scăzute, în timp ce Grecia, o altă țară a „periferiei europene“, s-a confruntat cu riscul unei implozii economice și amenința să nu-și plătească împrumuturile către Fondul Monetar

Internațional, unul dintre puținii „creditori preferați“ din lume. (În cele din urmă, Grecia a acceptat să intre în incapacitate de plată pentru o perioadă scurtă.)

Un alt element de neconceput: Banca Națională a Suediei s-a alăturat Danemarcei și Elveției, optând pentru dobânzi negative. Comentând acest lucru, un observator a remarcat că „nu există nicio carte de istorie la care să apelezi“, adăugând că situația era similară celei „în care înveți să mergi cu spatele“.²

Lumea băncilor centrale moderne și a finanțelor globale a evoluat în moduri de neconceput până de curând. La acel moment, intrase într-o nouă fază, în care totul era mai artificial, iar distorsiunile, mai puternice. Acest lucru se întâmpla într-un mod care mă fascina și mă tulbura profund.

Având în vedere pregătirea mea teoretică și experiențele profesionale, atât în sectorul privat, cât și în cel public, am ajuns să admir foarte mult băncile centrale și să prețuiesc modul în care ele contribuie la bunăstarea economică. Nu aveam nicio îndoială cu privire la importanța lor critică în orice ecosistem funcțional și, mai ales, într-o economie bazată pe piață.

De-a lungul anilor, am dezvoltat și un pic de afecțiune pentru aceste instituții misterioase și, adesea, neînțelese, care garantau sănătatea economică și financiară; gestionarea pricepută a dobânzii și a cantității de bani din economie a fost cheia pentru limitarea inflației, promovarea creșterii economice și evitarea crizelor financiare. Îmi respectam mult pe tehnocrații foarte talentați care erau devotați slujbelor lor importante din această instituție (adesea subapreciați în raport cu binele pe care îl făceau).

Din cauza tuturor acestor lucruri, am devenit din ce în ce mai îngrijorat cu privire la povara crescândă pusă pe umerii băncilor centrale, inclusiv din perspectiva consecințelor asupra credibilității, impactului și reputației lor viitoare. Perspectivele lor operaționale deveneau din ce în ce mai incerte pe zi ce trecea. Eforturile lor continue, depuse începând cu criza financiară globală, de a reprima volatilitatea pieței și de a promova un model de „creștere asistată prin lichiditate“ – mai precis, creștere economică derivată dintr-o serie de expansiuni ale piețelor financiare, susținute de infuzii excepționale de lichiditate (și nu prin intermediul motoarelor fundamentale) – nu au reușit să pună în mișcare o tranziție suficient de rapidă la „creșterea veritabilă“ și normalizarea ordonată a politicilor. Între timp, tot mai mulți politicieni căutau modalități de a controla autonomia operațională a băncilor centrale – o autonomie esențială pentru eficiența acestora.



„După ce au fost forțate să fie unicul jucător din oraș, băncile centrale descoperă acum că destinul lor nu mai este în totalitate sau chiar în mare parte controlat de ele însele. Moștenirea perioadei lor excepționale de hiperexperimentare a politicilor economice se află acum în mâinile guvernelor și ale șefilor lor politici.

În cazul în care sistemul politic își îndeplinește în sfârșit responsabilitățile de guvernare economică, pariul riscant al băncilor centrale va da roade. Îndrăzneala, înțelepciunea și modul lor de judecată vor fi apreciate. Iar autonomia lor politică și flexibilitatea operațională vor fi protejate.

Dar, dacă sistemul politic se poticnește, băncile centrale vor fi puse într-o situație și mai dificilă. În loc să fie privite ca o parte critică a soluției, vor fi considerate că au contribuit la agravarea unor probleme care vor bântui atât generațiile actuale, cât și generațiile viitoare. În cele din urmă, economia globală nu se va mai putea baza pe eficacitatea unuia dintre cei mai importanți jucători ai săi.“

Mohamed A. El-Erian



9 786064 421111