

Daniel Dăianu

MARELE IMPAS ÎN EUROPA

Ce poate face România?

POLIROM

2015

© 2015 by Editura POLIROM

Această carte este protejată prin copyright. Reproducerea integrală sau parțială, multiplicarea prin orice mijloace și sub orice formă, cum ar fi xeroxarea, scanarea, transpunerea în format electronic sau audio, punerea la dispoziția publică, inclusiv prin internet sau prin rețele de calculatoare, stocarea permanentă sau temporară pe dispozitive sau sisteme cu posibilitatea recuperării informațiilor, cu scop comercial sau gratuit, precum și alte fapte similare săvârșite fără permisiunea scrisă a deținătorului copyrightului reprezintă o încălcare a legislației cu privire la protecția proprietății intelectuale și se pedepsește penal și/sau civil în conformitate cu legile în vigoare.

Pe copertă: © omneyomic/Depositphotos.com

www.polirrom.ro

Editura POLIROM
Iași, B-dul Carol I nr. 4 ; P.O. BOX 266, 700506
București, Splaiul Unirii nr. 6, bl. B3A,
sc. 1, et. 1, sector 4, 040031, O.P. 53

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României :

DĂIANU, DANIEL

Marea impas în Europa : ce poate face România ? / Daniel Dăianu. – Iași : Polirrom, 2015
Index

ISBN print : 978-973-46-5220-4

ISBN ePUB : 978-973-46-5344-7

ISBN PDF : 978-973-46-5345-4

33(498)(0 : 82-92)

821.135.1-92

Printed in ROMANIA

Cuprins

<i>Cuvânt înainte</i>	9
<i>Europa încoate?</i>	11
<i>Prolog. Dezvoltarea economică cere să folosești și „să învingi” piețele!</i>	23

I. Finanța și Marea Recesiune

Finanța și rezervele valutare optime: o distorsiune importantă	33
Industria financiară extrage o rentă necuvenită din economie.....	35
Dă-i omului (bancherului) mintea de apoi.....	40
Complexitatea și reglementarea bancară: adevărata chestiune	42
Redescoperirea constrângerii valutare	44
Politica monetară nu poate fi un factorum	47
În căutarea creșterii economice: două probleme subestimate	50
Bulgaria face parte dintr-o națiune mai amplă	54
Finanța și marea chin. Când dreapta și stânga și-au dat mâinile	57
„Naționalizarea financiară” și un păcat fatal	60
Suferința IMM-urilor. Cum le-ar putea ajuta băncile, piața de capital și statul	63
Integrată sau nu, reglementarea/supravegherea a eşuat. De ce?	65
Scandalul „indicilor” sau când „se pierd pedalele”	68
Vom avea o undă de soc de durată, pe toate piețele	70
Când algoritmizarea strică	74
Vine un nou „val”. Cum ne găsește?	76
Piețele financiare se reașază. Ce rol are piața de capital?	80
Piața de capital și o chestiune omisă: macroprudențialitatea	84
Poate crește economia fără finanțare?	87
Când îndatorarea devine supralîndatorare?	90
Când micro- întâlnesc macroprudențialitatea	95
De ce posibilul nou faliment al Argentinei interesează UE, și nu numai	97
Piețele financiare: când merele striccate sunt multe...	99

II. Uniunea și Marea Recesiune

Un pact de creștere contează, dar mai trebuie ceva!	103
Garantarea depozitelor în Uniune: de ce ne interesează	106
Euro cu două fețe	108
A fi sau a nu fi în zona euro: relatoarecerea geopolitică	III
Uniunea Bancară și chestiunea fiscală	114
BCE a salvat zona euro, până acum...	117
Europa sub lupă! Ce subestimează un raport al Băncii Mondiale	119
Ciprul poate cauza un vîrtej necontrolabil	121
Când deponenții devin investitori fără voia lor!	123
Euro: unde a avut doamna Thatcher dreptate și unde nu	125
Chestiunea surplusului german	127
Euro și geopolitica europeană	135
Ucraina ca „necunoscută necunoscută”	137
Dinamica conflictuală pentru economia europeană. Relatoarecerea geopolitică și naționalismul exacerbat	139
Europa în mare impas	148
Secesiunile pot distruge Uniunea Europeană	155
Criza zonei euro și cea geopolitică frânează „Noua Europă”	158
Cât să fie euro	161
Banca Centrală Europeană nu prea avea de ales	163

III. România și Marea Recesiune

Cât de „normală” a devenit economia noastră?	169
Apropo de Tratat: hoția și risipa se ascund nu numai în deficitul bugetar	172
FMI despre acordul cu România: o evaluare a evaluării	175
Programul de convergență și echilibrul bugetar: atenție la regionalizare	177
Despre ce relaxare fiscală în 2012 vorbesc unii?	179
De unde creștere?	181
Economisire și capital autohton în România. Aportul lor poate fi mai mare!	184
Între Anteu și Icarus	187
2015: o țintă nu ratată, ci nerealistă!	190
De ce continuarea acordului cu FMI este beneficiu pentru România	192
Este România altfel?	193
Diminuarea ineficienței investigațiilor publice – prioritate a guvernului	196
Ce „cai” pot trage economia în 2013?	200
Trei capcane pentru creșterea economică	202
PIB-ul și exportul în sus, încasări fiscale în jos. De ce?	205
Dacă au fost utile acordurile cu FMI, BM, UE și ce urmează	208
Un nou director la BVB nu trebuie așteptat ca un Mesia	213
Finanțarea alternativă. Ce este de făcut?	217
Economia nu poate învinge „legile gravitației”	220

Mesajul economiei este mai puternic decât orgoliile instituționale.....	222
Scăderea cheltuielilor publice ar invita recesiunea din nou – cum plătim datoriile externe contează pentru PIB	225
Cum plătim datoriile externe : răspuns la un rajonament și la două neînțelegeri	227
De ce nu este posibilă o creștere de 5% acum	229
Când banii fug, nu îți gălurești singur buzunarele !	233
Cine și cum face politică economică	237
Finanțarea reglementatorului : din ce resurse ?	239
Îndatorarea și mersul creditării : avem oare un puzzle ?	241
Cum să citim sănătunile	247
„Recesiunea tehnică” a economiei românești și care sunt implicațiile	249
Unde „Coalitia” cam tace !	251
Chestiunea Bugetului : spuse și nespuse	254
România : 25 de ani după căderea comunismului	261
Suntem amenințați de renașterea strigilor unui trecut întunecat	263
Șocul elvețian : împărțirea poverii este cheia !	267
Să fie rediscutată ţinta de deficit bugetar pe termen mediu (MTO) ?	272

IV. Economie și societate

„Proteste antisistem” și democrație	277
Misterul creșterii economice	279
Robustețea sistemelor scade. Ce este de făcut ?	282
Când modelele eșuează și nevoia de a le regândi	293
Revizitând „Incordarea structurală”	297
Educație și pilde peste timpuri	299
Când căștișătorii iau totul	302
Cât de mult a greșit FMI ?	305
Protestele sociale și echitatea, nu mersul PIB-ului explică relația !	307
Redescoperind valorile Bretton Woods	308
Cât de morale pot fi piețele ?	312
Ahem nevoie de un regim internațional care să redescopere spiritul și logica de la Bretton Woods	315
Cazinoizarea economiei (societății) ?	317
Deutsche Bank și Bayern München	320
Internetul : ce este, ce ar putea și ce ar trebui să fie. O discuție între Daniel Dăianu și Solomon Marcus	322
Pentru cine și ce lucrează băncile	329
Societatea deschisă și războiale	332
<i>Epilog. Încotro se indreaptă capitalismul românesc</i>	341
<i>Indice de nume proprii.....</i>	371

Criza zonei euro și cea geopolitică frânează „Noua Europă”¹

„Noua Europă” este un concept folosit peste Ocean pentru a descrie geografia politică a Europei după căderea Zidului Berlinului, țările postcomuniste care s-au alăturat Uniunii Europene și NATO. Pe fondul persistenței dificultăților financiare și economice în lumea industrializată, anul 2014 aduce o provocare dublă pentru „Noua Europă”. Zona euro nu reușește să lasă încă la Iriman. Acolo inflația anuală a coborât la 0,3% în noiembrie a.c., în timp ce rata de creștere economică abia dacă va trece de zero în acest an, în condițiile în care locomotiva economică, Germania, încetinește. Se fac progrese în construcția Uniunii Bancare, dar insuficient. Anul 2014 a redus geopolitica mare în atenția guvernelor; criza din Ucraina, anexarea Crimeei de către Rusia au declanșat un carusel al sancțiunilor ce au impact asupra activității economice pe întregul continent. S-a schimbat harta riscurilor, a percepțiilor pe bâtrânul continent. Vor putea în acest context economiile emergente din Europa, state membre ale Uniunii Europene, să reia procesul de *catching up*, pentru a continua decalajele economice?

Unele voci menționează o creștere economică reală (rata nominală fără inflație) de 5% ca obiectiv în funcție de care să fie construită politică publică în România. Unele cercuri de afaceri influente reclamă măsuri care să susțină o asemenea creștere economică. Întrebarea-cheie este dacă o astfel de țintă este realistă în anii ce vin. Relația dintre geografie și economie este de bun-simț dacă observăm că, acolo unde costurile de transport și de relocabilizare sunt mici, este stimulat comerțul, au loc mișcări ale factorilor de producție. Apropierea dintre economii devine un avantaj pentru relații mai strânse. Există de altfel modele „gravitaționale” care încearcă să surprindă efectele amplasării spațiale asupra comerțului, a activității economice. Procesul de integrare intra-industrială este favorizat de compatibilitatea structurală a unor economii, tot astfel cum specializarea sectorială e stimulată de avantaje comparative, de înzestrarea economiilor cu factori de producție. Țările care au acces la mai multe căi de transport, inclusiv căi fluviale și maritime, care posedă mănușchiuri/clustere de activități economice care generează efecte de aglomerare și sinergii sunt avantajate.

Diferențele dintre economii pot fi judecate în mod static și în dinamică. Indicatorii de stare (la un moment dat) sunt PIB-ul absolut și pe cap de locuitor, ponderea industriei în PIB, ponderea comerțului, dezechilibrele externe (surplus sau deficit) etc. Perspectiva este dată de ratele de creștere sau de scădere ale unor agregate economice. Revenind la ceea ce ne interesează, s-ar crede că faptul de a avea vecini cu o creștere economică mare, cu care te află în compatibilitate structurală, prezintă un avantaj. Avem de-a face aici, precum în mecanica celestă, cu o lege gravitațională: corpurile mari le atrag pe cele

1. Articol publicat în *Ziarul Financiar* și pe Cursdeguvernare.ro, 1 decembrie 2014.

mici. Altfel spus, dacă ai schimburi comerciale intense și un grad înalt de integrare cu o economie foarte dinamică ce, să zicem, are o creștere anuală de 4-5%, șansele de creștere cu o rată similară a economiei locale se măresc. Drept este că aceste supozitii implică politici publice care să nu cauzeze dezechilibre majore.

Economiiile emergente din Europa au primit mult capital în deceniul ce a precedat izbucnirea crizei din 2008 și au avut o creștere economică bazată pe importul de resurse. Unele (Cehia, Polonia, Slovacia) au avut o alocare mai bună a resurselor, în timp ce altele (Bulgaria, țările baltice, România) au cunoscut un fenomen de avânt și prăbușire (*boom and bust*) exprimat prin bule speculative, prin orientarea resurselor masiv către *non-tradables* (exportabile care pot înlocui importurile). Odată cu această criză s-a cam frânt circuitul capitalului dinspre Vest spre Est. Nu puține dintre aceste țări au avut rate de creștere reală medie în anii precriză care au depășit 5-6%. În cazul României, au fost ani de creștere cu mult peste un nivel sustenabil estimat la 5-5,5% anual (în 2004 creșterea PIB-ului a fost de 8,3% și în 2008 de 7,9%). Dar buile speculative au ascuns creșterea sustenabilă și au generat deficită externe de două cifre (peste 10% din PIB). În mare parte finanțate prin împrumuturi. Se poate admite că potențialul de creștere al economiei autohtone a fost erodat de criză la probabil cca 2,5% anual, în timp ce în Vestul european acesta ar fi, în medie, de 1-1,5%. Creșterea din ultimii ani a fost în România în medie de cca 2%, adică nu departe de potențial. A ajunge la o creștere reală de 5% în mod sustenabil ar însemna practic o dublare a ceea ce se estimează ca rată de creștere potențială actuală (trebuie să se facă distincție între PIB-ul potențial și rata de creștere potențială). Să repetăm: este posibilă o asemenea dublare?

O economie poate să-și mobilizeze mai bine rezervele de eficiență, resursele neutilizate (poate reduce din corupție), să absoarbă mai eficient fonduri europene, să mărească rata investițiilor (care a scăzut în România în ultimii ani) etc. și, astfel, să salte pe altă traекторie de creștere. Dar, dacă partenerii principali trec pe o traectorie de creștere inferioară sau chiar stagnează economic, se reduc șansele economiei de a-și concretiza mobilizarea rezervelor și resurselor interne. Adică, în loc să crești cu, să spunem, peste 4% anual prin mobilizarea unor rezerve și resurse, să turezi la un nivel de 3% anual. și nu este clar că și acest nivel este sustenabil pe termen mai lung dacă zona euro nu își va rezolva dificultățile cu care se confruntă. Nu numai că există un spectru al „stagnării seculare”, noțiune folosită de Alvin Hansen în 1938 pentru a descrie condițiile de după Marea Depresiune (criza din 1929-1933) și resuscitată acum de Larry Summers pentru a relifica trăsăturile economiilor industrializate de după Marea Recesiune (criza actuală) – demografie, tehnologie, distribuția veniturilor, concurența globală, care ar induce o scădere puternică a creșterii potențiale (de aici și noțiunea de *stagnare seculară*). Dar în zona euro există și pericolul de *debt deflation*, constant evocat de oficialii ai Băncii Centrale Europene și de înalți funcționari de la Comisie, care poate fi precum o „gaură neagră” pentru țările unde datorile publice și private sunt foarte mari. Trebuie subliniat că țările din „Nouă Europă” au datorii publice și private, ca pondere în PIB, mult inferioare celor consemnate în Franța, Italia, Spania și chiar Germania sau Olanda (Ungaria face excepție în această privință).

Dinamica nefavorabilă din țările industrializate mari din Europa se conjugă cu evenimente geopolitice care începozează și mai mult perspectiva economică. Rezumând, pentru „Nouă Europă”, dinamica economică a Vestului este un handicap major în anii ce vin. Sectoarele financiare din economiile emergente sunt controlate în mod covârșitor de grupuri mari din economiile mature, comerțul este în proporție de peste 70% intra-UE,

sentimentul general pe piețe este dat de ce se întâmplă în Germania, Franța, Italia etc. De aceea, interesul nostru funciar este ca zona euro să-și rezolve problemele economice în mod structural. Avem o criză geopolitică ce schimbă datele generale în Europa și modifică percepțiile riscului și posibilitățile de investiții. În asemenea condiții, chiar dacă am avea rate de creștere superioare față de ceea ce se întâmplă în țările occidentale, *catching up*-ul va fi lent. Cum spune Jacek Rostowski, fost ministru de Finanțe al Poloniei, nefiind singurul care face o asemenea constatare: când întîmpin rate de creștere inalte, să ne întrebăm ce putem face pentru a combate efectele nefaste ale celor „trei zero” din zona euro: zero inflație, zero creștere economică, rată zero a dobânzii de politică monetară. și nu suntem departe de o asemenea situație.

Orice ar fi, în România trebuie să folosim căt mai bine resursele de care dispunem în sectorul public și în cel privat. Să folosim mai bine bugetul public ca instrument de dezvoltare (priorități investiționale în infrastructură, și nu numai, combaterea risipei de bani), să mărim rata investițiilor, să realizăm o absorție mult mai bună a fondurilor europene, diversificarea schimburilor economice/comerciale cu regiuni care au o dinamică economică superioară, atragerea unor investiții în sectoare de *tradables*, modernizarea agriculturii (unde potențialul este enorm), parteneriate economice strategice cu Polonia și alte țări din „Noua Europă”. Noile cerințe de capital propriu și lichiditate pentru bănci pe plan internațional, dezintermedierea financiară, schimbarea paradigmă de finanțare (de la împrumut la mai mult capital propriu: *debt vs equity*) și limitele modelului de creștere bazat pe import de capital arată că este necesar să fie *reinventat modelul de creștere*; este nevoie de o economisire internă mai mare (economisirea a crescut în ultimii ani la peste 21% din PIB, dar a fost forțată de criză, în loc să reflecte mai degrabă înclinații firești), de un sistem bancar care să ajute la finanțarea investițiilor mari și a agriculturii (nu ne putem bizui numai pe fonduri europene și împrumuturi de la Banca Europeană de Investiții și Banca Mondială), de firme autohtone cu greutate mai mare în țesutul industrial etc. Integrarea financiară și-a dovedit limitele; ea poate aduce chiar ponoase, dacă nu asigură finanțarea întreprinderilor, a producției de *tradables*.

Dacă nu găsim răspunsuri adecvate la întrebările ce decurg din problemele mari revelate de criza actuală din Uniune, ne vom diminua posibilitățile de a scăpa din *middle income trap* (capcana venitului mediu/cap de locuitor) cu care se confruntă țările din „Nouă Europă”. Această capcană spune că este foarte greu să concurezi cu țări care posedă o superioritate tehnologică evidentă (care exportă produse de înaltă tehnicitate) și cu țări care asimilează tehnologii noi în mod intens și beneficiază de costuri reduse cu factorii de producție. România are un cost relativ scăzut al forței de muncă, dar gama de produse pe care le produce/exportă nu este de top în privința valorii adăugate. Infrastructura este precară. Nici procesul de inovație autohtonă nu dă mari speranțe, chiar dacă există o pleiadă de specialiști în IT care strălucesc. Mai există spațiu pentru ca acumularea cantitativă să ducă la creștere. Dar avem nevoie de inovație pentru a da suflu creșterii economice (în funcția lui Solow, ar fi creșterea productivității totale a factorilor de producție ca rezidual). Educația este un factor pe termen lung, la care trebuie să lucrăm foarte serios.

Una peste alta, ritmurile de creștere ca aceleia observate după 2001 în România sunt de domeniul trecutului. Un 5% în anii ce vin nu este realist. Ar fi bine să reușim o creștere reală anuală de 3-4% în mod sistematic. Dar contează enorm ce se va întâmpla în zona euro și dacă mediul geopolitic se va ameliora. Acum, economia românească și celelalte economii din „Nouă Europă” sunt impiedicate de criza zonei euro și de criza geopolitică.

Cât să fie euro¹

Moneda euro a avut o evoluție dramatică în ultimele luni ; față de dolarul american a suferit o devalorizare de la peste 1,38 în mai la cca 1,18 în ianuarie 2015. S-ar putea afirma că, într-o perioadă de incertitudini extraordinare în economia globală, nu ar trebui să surprindă mișcările de o asemenea amplitudine pe cea mai volatilă dintre piețe. Însă, chiar și așa, mișcarea merită examinată. Mai ales că ne confruntăm cu o situație aparent bizară, dacă avem în vedere că zona euro înregistrează un surplus al contului curent ce depășește probabil 2% din PIB în 2014, în timp ce economia americană are un deficit extern de aproximativ 2% din PIB. Ar putea fi o enigmă pentru unii că moneda unei regiuni a economiei globale suferă o cădere atât de puternică în condițiile unui surplus mare în schimburile internaționale. Există anumite repere pentru a explica această aparentă enigmă :

- piețele financiare au o pondere tot mai mare în relațiile economice internaționale, astfel încât ceea ce se întâmplă pe piețele de capital ușor mișcă cursurile de schimb ; trebuie să facem aici o distincție între „abordarea monetară” a balanței de plăti (ce are în vedere și mișcările de capital) și cea care pune accent pe relațiile comerciale, pe ce se întâmplă în contul curent ;
- zona euro este percepță ca o regiune cu probleme profunde, amenințată de deflație (decembrie a consensat o inflație anuală de -0,2%) și de *debt deflation* în unele țări membre, ceea ce ar afecta perspectiva de creștere pe termen lung ;
- ajustările dezechilibrelor macroeconomice (deficite bugetare, ale balanței de plăti) în interiorul zonei euro s-au făcut în anumite țări (Spania, Portugalia, Grecia etc.) prin devalorizări interne drastice, mai mult prin comprimarea cererii agregate, ceea ce a contribuit la înregistrarea în 2014 a unui surplus cumulat probabil de 2-3% în relație cu restul lumii (Germania are un surplus de cont curent de peste 6% din PIB, un record pe plan mondial și mult peste surplusul Chinei, care s-a diminuat în ultimii ani considerabil) ;
- mișcarea cursurilor de schimb depinde de utilizarea principalelor valute ca monede de tranzacție, de tezaurizare, de refugiu etc. ;
- anunțata aplicare de către BCE a unui program de QE (relaxare cantitativă – prin achiziția de obligații, inclusiv suverane) arată o mare îngrijorare față de situația economică din zona euro, ceea ce se simte pe piețe ;
- piețele financiare sunt foarte sensibile la diferențialele de randamente la active financiare. În timp ce în SUA activitatea economică pare să se întrempeze, existând și intenția Fed-ului de a mișca dobânzile de politică monetară în sus în 2015 (în fapt, retragerea din QE a început prin stoparea unor achiziții de active), în zona euro situația este pe

1. Articol publicat pe HotNews.ro și Cursdeguvernare.ro, 11 ianuarie 2015.

dos. Iar expectațiile inflaționiste din Europa scad, ceea ce dă un imbold Băncii Centrale Europene să recurgă la un QE.

Mai există un argument care poate explica dinamica monedei euro: interesul guvernelor din UE de a evita *debt deflation* – cu alte cuvinte, combinația între scăderea prețurilor și lipsa de creștere economică, ce ar îngeuna mult plată datorilor. Fiindcă există un spectru de „stagnare seculară”, noțiune folosită de Alvin Hansen în 1938 și resuscitată de Larry Summers în încercarea de a descrie situația actuală din lumea industrializată. Fără declarații enfatice, s-ar face o încercare ca euro să fie *talked down*, impins spre depreciere, prin diverse semnale. Aceasta ar ajuta zona euro pe două căi directe: sprijinirea activității economice (prin export net) și scumpirea importurilor, care ar influența rata inflației. Mai ales când cotațiile la țări, în special, și la gaz alimentează deflația, chiar dacă există un efect contrar de stimulare a consumului intern indus de prețurile mai mici. De remarcat totuși că grosul schimburilor comerciale este de departe în interiorul zonei euro, ceea ce diminuează din impulsul dat de cursul de schimb.

O întrebare-cheie este cătă toleranță vor avea alte țări mari față de mișcarea din ultimele luni a monedei euro. Deoarece se poartă un „război valutar”, deși nedeclarat, pe plan mondial. Cred totuși că SUA au interesul ca starea economică din țările Uniunii Europene să nu se deterioreze; în sine (din cauza posibilelor efecte de contagiu – piețe financiare integrate global și UE drept cel mai mare bloc comercial din lume) și având în vedere circumstanțe geopolitice excepționale. Japonia ar avea o toleranță mai mică deoarece *Abenomics* (programul economic al guvernului Abe) este împotmolit.

Unele bănci mari anticipatează paritatea dintre euro și dolarul american în câțiva ani. Din punctul de vedere al datelor balanțelor de plăți, scăderea euro pare curioasă având în vedere surplusul de cont curent al zonei euro. Dacă avem însă în vedere ce se întâmplă cu activitatea economică din zona euro, discrepanțele de performanță economică între țările membre (inclusiv de șomaj: cu aproximativ 6% în Germania și Olanda și peste 22% în Spania și peste 25% în Grecia, față de media de cca 11,5% în UE), scăderea euro de la nivelul de aproape 1,38 față de dolarul american în mai 2014 la cca 1,18 acum nu este o aberație. Frânmântările din zona euro sunt încă puternice și declarația fimoasă a lui Mario Draghi din iulie 2012 (că „orice va fi făcut pentru a salva euro”), deși a avut un impact pozitiv extraordinar, nu poate rezolva totul. Mai avem și alegerile parlamentare din Grecia și din alte țări, care pot aduce surpize. Atacurile teroriste pot alimenta și ele aversiunea față de risc.

Una peste alta, cheia este în mersul economiilor, în ceea ce vor face guvernele din țările mari din UE împreună cu anumite operațiuni ale BCE și politici la nivelul Uniunii Europene de stimulare a cererii aggregate (Planul Juncker, și nu numai). O deflație prelungită și lipsă de creștere economică în zona euro nu ar fi de bun augur.

Banca Centrală Europeană nu prea avea de ales¹

Decizia Băncii Centrale Europene (BCE) de a trece la un program de achiziții de obligațiuni suverane și de alte active pe piețe secundare, așa-numitul QE (*quantitative easing*), se cuvine a fi judecată dintr-o perspectivă mai largă (programul s-ar întinde pe 18 luni și ar valora cca 1.100 de miliarde de euro). Înțindând, în primul rând trebuie menționată teama de deflație, care a devenit un fapt real pentru zona euro în luna decembrie (ce a consemnat o cifră de -0,2% pentru prețurile de consum/*consumer price index* - CPI). Drept este că inflația de bază (*core inflation*) se situează la un nivel pozitiv, 0,7% anual, dar anticipările inflaționiste se mișcă în jos. Iar dacă prețul la țigări continuă o traiectorie descendentală sau se menține la cote atât de scăzute, anticipările inflaționiste pot merge în jos în continuare, cu influență asupra vieții economice.

Teama de deflație în conjuncție cu o dinamică foarte slabă a economiilor zonei euro a fost, cred, decisivă pentru Consiliul Guvernatorilor Băncii Centrale Europene. Vedem că nici previzunile Fondului Monetar Internațional nu sunt de bun augur. Scenariul cel mai rău pentru multe țări din zona euro ar fi *debt deflation*, combinația de deficit de creștere economică cu deflație (scăderea prețurilor), care ar face practic imposibilă onorarea unor plăti în contul datorilor fără a obliga la o austerație mai mare. Aceasta din urmă ar menține și ar ranșoara cercuri vicioase în economie. Pe termen mai lung, s-ar profila o stagnare seculară generată de factori strucțurali și de politici suboptime. Există și alte argumente care au cîntărit probabil în decizia de joi, 22 ianuarie:

- o bancă centrală își poate vedea erodată credibilitatea dacă nu poate să fie aproape de jîntă de inflație. În plus, a fi aproape de jîntă de 2% este cu atât mai important când se doresc ca politica monetară să aibă eficacitate (să nu fie atinsă de pragul fatidic al *zero lower bound*, când nu mai poți reduce rata de politică monetară). Președintele Mario Draghi a vorbit, de altfel, despre mandatul pe care BCE îl are în materie de inflație; ar fi vorba aici, în mod ironic, despre nevoie de a produce inflație în circumstanțele actuale (*inflation-targeting* s-ar transforma în *inflation-creating targeting*);
- în SUA, programul de QE se pare că a ajutat economia să lasă din recesiune, să se înscrie pe o traiectorie de creștere economică de peste 3% în ultimele trimestre, fără ca inflația să scape de sub control. Iar randamentele pe piețele de capital indică așteptări inflaționiste foarte moderate pe mai mulți ani;
- situația politică din unele țări europene, care este legată de efecte ale crizei economice și financiare, probabil și de alți factori, și care favorizează ascensiunea unor partide ce pun la îndoială Proiectul European și moneda unică. Podemos în Spania, Syriza în

1. Articol publicat pe HotNews.ro și în *Adevărul*, 23 ianuarie 2015.