Cuprins

Cuvânt înainte 9
Europa încotro ? 11

Prolog. Dezvoltarea economică cere să foloseşti şi „să învingi" pieţele ! 23

I. Finanţa şi Marea Recesiune

Finanţa şi 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 şi reglementarea bancară : adevărata chestiune 42
Redescoperirea constrângerii valutare 44
Politica monetară nu poate fi un factotum 47
În căutarea creşterii economice : două probleme subestimate 50
Bulgaria face parte dintr-o naraţiune mai amplă 54
Finanţa şi marele chin. Când dreapta şi stânga şi-au dat mâinile 57
„Naţionalizarea financiară" şi un păcat fatal 60
Suferinţa IMM-urilor. Cum le-ar putea ajuta băncile, piaţa de capital şi 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 şoc de durată, pe toate pieţele 70
Când algoritmizarea strică 74
Vine un nou „val". Cum ne găseşte ? 76
Pieţele financiare se reaşază. Ce rol are piaţa de capital ? 80
Piaţa de capital şi o chestiune omisă : macroprudenţialitatea 84
Poate creşte economia fără finanţare ? 87
Când îndatorarea devine supraîndatorare ? 90
Când micro- întâlneşte macroprudenţialitatea 95
De ce posibilul nou faliment al Argentinei interesează UE, şi nu numai 97
Pieţele financiare : când merele stricate sunt multe... 99

II. Uniunea şi Marea Recesiune

Un pact de creştere contează, dar mai trebuie ceva! 103
Garantarea depozitelor în Uniune: de ce ne interesează 106
Euro cu două feţe 108
A fi sau a nu fi în zona euro: reîntoarcerea geopoliticii 111
Uniunea Bancară şi 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 vârtej necontrolabil 121
Când deponenţii devin investitori fără voia lor! 123
Euro: unde a avut doamna Thatcher dreptate şi unde nu 125
Chestiunea surplusului german 127
Euro şi geopolitica europeană 135
Ucraina ca „necunoscuta necunoscută" 137
Dinamica conflictuală pentru economia europeană. Reîntoarcerea geopoliticii şi naţionalismul exacerbat 139
Europa în mare impas 148
Secesiunile pot distruge Uniunea Europeană 155
Criza zonei euro şi cea geopolitică frânează „Noua Europă" 158
Cât să fie euro 161
Banca Centrală Europeană nu prea avea de ales 163

III. România şi Marea Recesiune

Cât de „normală" a devenit economia noastră? 169
Apropo de Tratat: hoţia şi risipa se ascund nu numai în deficitul bugetar 172
FMI despre acordul cu România: o evaluare a evaluării 175
Programul de convergenţă şi echilibrul bugetar: atenţie la regionalizare 177
Despre ce relaxare fiscală în 2012 vorbesc unii? 179
De unde creştere? 181
Economisire şi capital autohton în România. Aportul lor poate fi mai mare! 184
Între Anteu şi Icarus 187
2015: o ţintă nu ratată, ci nerealistă! 190
De ce continuarea acordului cu FMI este benefică pentru România 192
Este România altfel? 193
Diminuarea ineficienţei investiţiilor publice – prioritate a guvernului 196
Ce „cai" pot trage economia în 2013? 200
Trei capcane pentru creşterea economică 202
PIB-ul şi exportul în sus, încasări fiscale în jos. De ce? 205
Dacă au fost utile acordurile cu FMI, BM, UE şi ce urmează 208
Un nou director la BVB nu trebuie aşteptat ca un Mesia 213
Finanţarea alternativă. Ce este de făcut? 217
Economia nu poate învinge „legile gravitaţiei" 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 datorii externe: răspuns la un raționament și la două neînțelegeri 227
De ce nu este posibilă o creștere de 5% acum 229
Când banii fug, nu îți găurești 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 sancțiunile 247
„Recesiunea tehnică" a economiei românești și care sunt implicațiile 249
Unde „Coaliția" cam tace! 251
Chestiunea Bugetului: spuse și nespuse 254
România: 25 de ani după căderea comunismului 261
Suntem amenințați de renașterea strigoilor unui trecut întunecat 263
Șocul elvețian: împărțirea poverii este cheia! 267
Să fie rediscutată ținta 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 „încordarea structurală" 297
Educație și pilde peste timpuri 299
Când câștigătorii 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
Avem 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 războaiele 332

Epilog. Încotro se îndreaptă capitalismul românesc 341

Indice de nume proprii 371

Daniel Dăianu

MARELE IMPAS ÎN EUROPA

Ce poate face România?

POLIROM
2015

Criza zonei euro şi 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, ţările postcomuniste care s-au alăturat Uniunii Europene şi NATO. Pe fondul persistenţei dificultăţilor financiare şi economice în lumea industrializată, anul 2014 aduce o provocare dublă pentru „Noua Europă". Zona euro nu reuşeşte să iasă încă la liman. Acolo inflaţia anuală a coborât la 0,3% în noiembrie a.c., în timp ce rata de creştere economică abia dacă va trece de zero în acest an, în condiţiile în care locomotiva economică, Germania, încetineşte. Se fac progrese în construcţia Uniunii Bancare, dar insuficient. Anul 2014 a readus geopolitica mare în atenţia guvernelor ; criza din Ucraina, anexarea Crimeei de către Rusia au declanşat un carusel al sancţiunilor ce au impact asupra activităţii economice pe întregul continent. S-a schimbat harta riscurilor, a percepţiilor pe bătrânul continent. Vor putea în acest context economiile emergente din Europa, state membre ale Uniunii Europene, să reia procesul de *catching up*, pentru a diminua decalajele economice ?

Unele voci menţionează o creştere economică reală (rata nominală fără inflaţie) de 5% ca obiectiv în funcţie de care să fie construită politică publică în România. Unele cercuri de afaceri influente reclamă măsuri care să susţină o asemenea creştere economică. Întrebarea-cheie este dacă o astfel de ţintă este realistă în anii ce vin. Relaţia dintre geografie şi economie este de bun-simţ dacă observăm că, acolo unde costurile de transport şi de relocalizare sunt mici, este stimulat comerţul, au loc mişcări ale factorilor de producţie. Apropierea dintre economii devine un avantaj pentru relaţii mai strânse. Există de altfel modele „gravitaţionale" care încearcă să surprindă efectele amplasării spaţiale asupra comerţului, a activităţii economice. Procesul de integrare intraindustrială este favorizat de compatibilitatea structurală a unor economii, tot astfel cum specializarea sectorială e stimulată de avantaje comparative, de înzestrarea economiilor cu factori de producţie. Ţările care au acces la mai multe căi de transport, inclusiv căi fluviale şi maritime, care posedă mănunchiuri/clustere de activităţi economice care generează efecte de aglomerare şi sinergii sunt avantajate.

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

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

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

Economiile emergente din Europa au primit mult capital în deceniul ce a precedat izbucnirea crizei din 2008 şi au avut o creştere economică bazată pe importul de resurse. Unele (Cehia, Polonia, Slovacia) au avut o alocare mai bună a resurselor, în timp ce altele (Bulgaria, ţările baltice, România) au cunoscut un fenomen de avânt şi prăbuşire (*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 puţine dintre aceste ţări au avut rate de creştere reală medie în anii precriză care au depăşit 5-6%. În cazul României, au fost ani de creştere cu mult peste un nivel sustenabil estimat la 5-5,5% anual (în 2004 creşterea PIB-ului a fost de 8,3% şi în 2008 de 7,9%). Dar bulele speculative au ascuns creşterea sustenabilă şi au generat deficite externe de două cifre (peste 10% din PIB), în mare parte finanţate prin împrumuturi. Se poate admite că potenţialul de creştere 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%. Creşterea din ultimii ani a fost în România în medie de cca 2%, adică nu departe de potenţial. A ajunge la o creştere reală de 5% în mod sustenabil ar însemna practic o dublare a ceea ce se estimează ca rată de creştere potenţială actuală (trebuie să se facă distincţie între PIB-ul potenţial şi rata de creştere potenţială). Să repetăm: este posibilă o asemenea dublare?

O economie poate să-şi mobilizeze mai bine rezervele de eficienţă, resursele neutilizate (poate reduce din corupţie), să absoarbă mai eficient fonduri europene, să mărească rata investiţiilor (care a scăzut în România în ultimii ani) etc. şi, astfel, să salte pe altă traiectorie de creştere. Dar, dacă partenerii principali trec pe o traiectorie de creştere inferioară sau chiar stagnează economic, se reduc şansele economiei de a-şi concretiza mobilizarea rezervelor şi resurselor interne. Adică, în loc să creşti cu, să spunem, peste 4% anual prin mobilizarea unor rezerve şi resurse, să turezi la un nivel de 3% anual. Şi nu este clar că şi acest nivel este sustenabil pe termen mai lung dacă zona euro nu îşi va rezolva dificultăţile cu care se confruntă. Nu numai că există un spectru al „stagnării seculare", noţiune folosită de Alvin Hansen în 1938 pentru a descrie condiţiile de după Marea Depresiune (criza din 1929-1933) şi resuscitată acum de Larry Summers pentru a reliefa trăsăturile economiilor industrializate de după Marea Recesiune (criza actuală) – demografie, tehnologie, distribuţia veniturilor, concurenţa globală, care ar induce o scădere puternică a creşterii potenţiale (de aici şi noţiunea de *stagnare secularã*). Dar în zona euro există şi pericolul de *debt deflation*, constant evocat de oficiali ai Băncii Centrale Europene şi de înalţi funcţionari de la Comisie, care poate fi precum o „gaură neagră" pentru ţările unde datoriile publice şi private sunt foarte mari. Trebuie subliniat că ţările din „Noua Europă" au datorii publice şi private, ca pondere în PIB, mult inferioare celor consemnate în Franţa, Italia, Spania şi chiar Germania sau Olanda (Ungaria face excepţie în această privinţă).

Dinamica nefavorabilă din ţările industrializate mari din Europa se conjugă cu evenimente geopolitice care înceţoşează şi mai mult perspectiva economică. Rezumând, pentru „Noua Europă", dinamica economică a Vestului este un handicap major în anii ce vin. Sectoarele financiare din economiile emergente sunt controlate în mod covârşitor de grupuri mari din economiile mature, comerţul este în proporţie 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 țintim rate de creștere înalte, 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 cât 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 absorbție 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 paradigmei 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 „Noua Europă". Această capcană spune că este foarte greu să concurezi cu țări ce 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 strălucește. 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 reziduală). Educația este un factor pe termen lung, la care trebuie să lucrăm foarte serios.

Una peste alta, ritmurile de creștere ca acelea 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 „Noua Europă" sunt împiedicate de criza zonei euro și de criza geopolitică.

Cât să fie euro[1]

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 plăți (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 percepută ca o regiune cu probleme profunde, amenințată de deflație (decembrie a consemnat o inflație anuală de -0,2%) și de *debt deflation* în unele țări membre, ceea ce ar afecta perspectiva de creștere pe termen lung;
- ajustări ale dezechilibrelor macroeconomice (deficite bugetare, ale balanței de plăți) 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 obligațiuni, 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 întremeze, 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 îngreuna mult plata datoriilor. 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 emfatice, s-ar face o încercare ca euro să fie *talked down*, împins 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 țiței, 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 câtă 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 contagiune – 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 anticipează 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. Frământările din zona euro sunt încă puternice și declarația faimoasă 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 surprize. 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 agregate (Planul Juncker, și nu numai). O deflație prelungită și lipsa de creștere economică în zona euro nu ar fi de bun augur.

Banca Centrală Europeană nu prea avea de ales[1]

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). Neîndoielnic, 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 țiței continuă o traiectorie descendentă 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 previziunile 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 plăți în contul datoriilor fără a obliga la o austeritate mai mare. Aceasta din urmă ar menține și ar ranforsa cercuri vicioase în economie. Pe termen mai lung, s-ar profila o stagnare secular generată de factori structurali și de politici suboptime. Există și alte argumente care au cântărit probabil în decizia de joi, 22 ianuarie:

- o bancă centrală își poate vedea erodată credibilitatea dacă nu poate să fie aproape de ținta de inflație. În plus, a fi aproape de ținta de 2% este cu atât mai important când se dorește 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 nevoia 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 iasă 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.