

De ce nu va cădea Grecia

Lucian Croitoru

Articol publicat în Ziarul Financiar din data de 26 septembrie 2011

Lupta dintre centrii de putere ai capitalismului se intensifică. Declarațiile de o parte și de alta reflectă acest lucru. În ultimile luni, piața a indicat că nu numai Grecia, Portugalia și Irlanda sunt privite cu suspiciune referitor la capacitatea de a rambursa datoriile publice, dar și Italia și Spania. Nou este că piețele financiare au o voce în creștere, subliniată și prin reducerea rating-ului Italiei. Devine clar că această criză se agravează deoarece politicile publice nu produc răspunsul care ar calma piețele și ar pune capăt crizei. S-ar putea ca întârzierile în luarea unor decizii cheie la nivel european să ducă la stagflație.

Multe bănci, fonduri de investiții și fonduri de pensii din Europa au în bilanțurile lor titluri de stat din Grecia. Acestea sunt noile active "toxice" din sistemul financiar, dar piața ar putea include în această categorie și titluri ale altor țări enumerate mai sus. În iulie 2007 băncile aveau în portofoliu multe titluri rezultate din împachetarea unor active bune (inclusiv titluri de stat) împreună cu active proaste (de obicei din altă arie decât guvernele). Atunci băncile și-au pierdut încrederea unele în celelalte și nu mai doreau să-și acorde credite reciproc. Securitizarea excesivă (împachetarea) făcea ca prețul activelor să nu mai poată fi stabilit. Din această cauză nu au mai existat tranzacții, adică piața a dispărut. Băncile centrale au trebuit să intervină pentru a suplini lipsa banilor privați cu bani publici.

Așa s-ar putea întâmpla din nou în curând. Băncile care dețin active ale guvernelor din țările enumerate mai sus pot să fie izolate pe piața monetară interbancară. Ele nu vor mai avea acces la fonduri și astfel piața se poate opaciza din nou. Băncile europene au deja mai puțini dolari SUA decât le trebuie, fapt ce a necesitat anunțarea publică a unui program comun al Fed, BCE, Banca Japoniei și Banca Angliei pentru furnizarea de lichiditate în dolari. Deja se vorbește de un posibil faliment "controlat" al Greciei, adică fiecare țară să își salveze propriile bănci și alte entități financiare care au în activ titluri ale statului grec. Această soluție nu este însă posibilă deoarece factura cumulată a costurilor directe și indirecte ale falimentului controlat este mai mare decât cea a salvării Greciei. S-ar putea să dispară încrederea (piața) și, pe această rută, să apară stagflație în Europa. De aceea este Grecia "too big to fail".

Dacă piața ar dispărea din nou pentru o perioadă, băncile centrale ar trebui din nou să înlocuiască banul privat cu banul public. De data aceasta, scala intervențiilor ar fi însă mult mai mare. Spre deosebire de episodul apărut după iulie 2007, de data aceasta ar avea nevoie de bani nu numai băncile, care, ca și atunci, nu s-ar mai împrumuta între ele pentru o perioadă relativ mare, dar și guvernele care se confruntă cu criza datoriilor și pe care piețele private nu doresc să le mai finanțeze.

Noua situație ar adăuga probleme. În primul rând, băncile centrale ar avea în bilanțurile lor multe titluri publice de slabă calitate. Aceasta ar reduce încrederea publicului în băncile centrale, reducând capacitatea acestora de a lupta împotriva inflației atunci când va fi cazul. În al doilea rând, ar fi nevoie de un volum mult mai mare de sterilizări dacă băncile centrale doresc ca banii să nu producă inflație. Desigur, băncile ar pune banii primiți înapoi în depozite la banca centrală, ceea ce ar echivala cu o imobilizare a fondurilor lor, adică ar duce la amânarea reluării creșterii economice sau chiar la recesiune.

Unii dintre politicienii zonei euro nu par să înțeleagă că opacizarea pieței interbancare ar putea deveni curând realitate și că acest scenariu s-ar putea adevăra. Ca să împiedice acest lucru, statele lichide au nevoie să furnizeze mai mulți bani EFSF-ului ca să calmeze piețele. Cu cât se va întârzia mai mult această soluție, sau oricare alta acceptabilă de către piață, cu atât băncile centrale vor fi nevoite să tipărească bani, producând în final inflație.

Deocamdată, spectrul recesiunii face ca volatilitatea să rămână mare pe piața datoriilor suverane. La rândul ei, volatilitatea mare poate face ca unele țări chiar să intre, din această cauză, în recesiune. Probabil că este dificil pentru politicieni să convingă publicul din Germania, Franța și alte țări solvabile și lichide din zona euro să accepte ca o parte din banii lor să meargă la EFSF. Dar și mai greu va accepta publicul o eventuală stagflație.