Daniela Gabor

Macrofinanțe critice: o perspectivă teoretică

ARTICOL ORIGINAL:
Gabor, Daniela. „Critical macro-finance: A theoretical lens." *Finance and Society* 6, nr. 1 (2020): 45-55.

Lucrarea de față prezintă patru teorii ale abordării macrofinanțelor critice (MFC): (1) globalizarea financiară condusă de SUA a evoluat structural în jurul finanțării bazate pe piață, conduse de producerea de noi clase de active și de americanizarea sistemelor financiare naționale cu practici fluctuante de producere a lichidității; (2) finanțarea globală reprezintă un set de bilanțuri ierarhizate interconectate, supuse tot mai mult lichidității imediate; (3) stabilirea creditelor în finanțarea bazată pe piață implică noi tipuri de bani (pasive sistemice) și (4) finanțarea bazată pe piață necesită, din punct de vedere structural, o dispoziție de prevenire a riscurilor, atât pentru pasivele sistemice, cât și pentru noile clase de active. Conturarea exactă a dispoziției de prevenire a riscurilor este stabilită prin lupte politice.

MFC se concentrează pe coevoluția finanțării globale și a instituțiilor macro de stat, în tradiția lui Hyman Minsky[1] și, mai recent, a analizei lui Adam Tooze[2] despre criza financiară globală. Macrofinanțele din MFC se bazează pe Minsky și Keynes ca teoreticieni ai capitalismului financiar[3]. Economia capitalistă necesită finanțarea noilor active fixe cu fonduri private. Pentru Keynes și Minsky, instabilitatea creșterii, a ciclurilor de afaceri și cea economică reprezintă rezultatele interacțiunii dintre schimbarea viziunii față de viitoarele prețuri ale activelor și *structurile pasivelor* – sau practicile lichidității[4] – care finanțează acele active (Teoria 1). Datoriile și banii sunt relații ale bilanțurilor ierarhizate evolutive (Teoriile 2 și 3), redate într-un mod fragil endogen de către căutarea continuă de noi pasive lichide (Teoria 1), pentru a găsi noi moduri de monetizare a creditelor[5]. Instabilitatea crește brusc odată ce aranjamentele instituționale care conțin sau restrâng fragilitatea endogenă – precum legislația privind salarizarea, legea antimono-

pol sau politica monetară și funcțiile creditorilor de ultimă instanță – își pierd eficacitatea de-a lungul timpului, fiind slăbite de agenții aflați în căutare de profit[6].

Așadar, în cadrul Teoriei 1, MFC identifică specificitățile structurale ale capitalismului financiar de la finalul secolului XX, care organizează stabilirea creditelor prin piața titlurilor de valoare, depozitul colateral și instrumentele derivative[7], mișcându-se în tandem cu ciclul globalizării financiare a dolarului american[8]. Numită și „capitalism managerial de resurse"[9], „finanțare intensiv colaterală"[10], „sector bancar paralel"[11] sau „vârsta managementul activelor"[12], finanțarea bazată pe piață nu consideră băncile demodate, ci mai degrabă le schimbă bilanțul pe măsură ce desfășoară activități de formare a pieței și de tranzacționare, în piața titlurilor de valoare, de răscumpărare și în instrumentele financiare derivative[13]. MFC interpretează întoarcerea spre finanțarea bazată spre piață în globalizarea financiară dominată de SUA ca pe o manifestare structurală a proceselor politice mai profunde – cum sunt creșterea inegalității, eroziunea statului social și a fiscalității și creșterea efectului de levier agresiv – care, împreună, produc o nevoie structurală de noi clase de active și de pasive lichide pentru a genera bilanțul în dezvoltare, de multe ori la nivel global. Bazându-se pe studiile despre puterea structurală a SUA[14], MFC indică americanizarea sistemelor financiare locale, adică exportul modelului de capitalism financiar din SUA cu practicile lui de lichiditate evolutive, pentru a face față acestei cereri în creștere.

În studierea finanțelor globale ca un set de bilanțuri ierarhizate și a practicilor de lichiditate evolutive, MFC se suprapune semnificativ *perspectivei banilor* a lui Perry Mehrling, pe care o valorifică[15]. Se desprinde de perspectiva banilor prin istoricizarea creșterii finanțării bazate pe piață și dominate de dolar, prin conectarea analitică a structurii finanțelor cu instituțiile macro de stat și prin abordarea acestei coevoluții ca pe un rezultat al proceselor profund politice prin care finanțarea globală își dorește (și de multe ori obține) protecția statului pentru pasivele sistemice, precum și susținere în dezvoltarea de noi clase de active[16].

Pentru a urmări luptele politice de-a lungul procesului de actualizare a instituțiilor (Teoria 4), dimensiunea *critică* din macrofinanțele critice se orientează spre bursa Economiei Politice Internaționale (EPI) care unește ideile și instituțiile macrofinanciare[17]. Pentru a explica reacțiile instituționale ca rezultate politice[18], MFC se dezvoltă pe fundamentarea instituțională a puterii structurale[19], concentrându-și atenția analitică asupra complicațiilor infrastructurale dintre finanțarea privată și stat, în acele piețe unde sunt implementate politicile managementului monetar și ale datoriilor[20].

Pe scurt, MFC pornește o agendă de cercetare emergentă care

își ia ca punct de plecare transformarea contemporană a finanțelor globale și aprofundează consecințele acestui lucru pentru a ne ajuta să înțelegem lichiditatea, practicile de stabilire a bugetului și a creditelor, puterea monetară și infrastructurală, crizele și felul în care instituțiile răspund acestora.

Teoria 1

Capitalismul financiar condus de SUA a evoluat în jurul finanțării bazate pe piață, ancorate în practici fluctuante de producere a lichidității

Istoria EPI a globalizării financiare analizează americanizarea finanțelor modelată de puterea structurală a SUA. Puterea structurală se extinde de la rolul Rezervei Federale ca creditor global de ultimă instanță[21], prin liniile de *swap* valutar pentru bilanțul dolarului din băncile din afara SUA[22], până la dominarea dolarului american în rezervele străine, a eurodolarului, a pieței de capital și a companiilor americane în investiții străine directe, *global banking* și investiții instituționale[23].

Puterea structurală în finanțarea globală este ancorată din punct de vedere instituțional. Pentru Konings[24], americanizarea finanțării globale, care permite Statelor Unite ale Americii să vândă datoriile în dolari, a fost accelerată prin întoarcerea lui Volcker spre monetarism și spre inovație financiară bazată pe dezvoltarea pieților titlurilor de valoare lichide. În același timp, literatura în creștere despre finanțarea dependentă sau subordonată a documentat practicile de finanțare („carry trade") ale băncilor, locuințelor și companiilor (financiare) din sistemele din afara Statelor Unite. Aceste practici cresc dependența față de condițiile de finanțare ale dolarului american[25], accentuând fragilitatea financiară și complicând managementul macroeconomic[26]. Cu toate acestea, astfel de evidențe ale fundamentelor instituționale ale puterii structurale din SUA și ale răspândirii acesteia în finanțarea dependentă tind să minimalizeze practicile *evolutive* ale producerii lichidității pentru finanțarea de pe piață.

Pentru a completa acest gol, MFC îl urmează pe Minsky[27] în verificarea pieților financiare de schimbări evolutive în structurile lichidității. Aceste schimbări redau politica monetară mai puțin eficient sau constrâng politica fiscală, prin funcții colaterale ale datoriei suverane[28], plantând simultan semințele unei finanțări endogene fragile[29]. Astfel, MFC indică regimurile de lichiditate evolutive[30] de la imperativul suveranității lichidității repo a anilor 1990, la lichiditatea sistemică rezistentă a activelor sigure suverane din anii 2000 și până la creșterea fondurilor tranzacționate la bursă (ETF) din anii 2010 și, cel mai recent, a finanțării ecologice din 2020. Aceste regimuri sunt de obicei inițiate în SUA și apoi „exportate" în restul sistemului global bazat pe dolar.

Putem lua ca exemplu imperativul suveranității lichidității repo. În acest caz, MFC reformulează istoria familiară a „americanizării finanțelor" ca pe una a sistemelor de rețele ale piețelor titlurilor de valoare: piețele repo și cele derivative în care titlurile de valoare sunt finanțate, împrumutate pentru vânzare în lipsă, acoperite împotriva riscului sau speculate. Practicile pentru circularea titlurilor de valoare înscrise în cont în acele piețe sunt cele care creează lichiditate[31], iar statul este cel care codifică practicile de lichiditate, conform Pistor[32], ceea ce Volcker a convins Congresul să facă pentru operațiunile repo ale obligațiunilor suverane în 1984.

Bătălia ideilor din spatele creșterii finanțării „lichide" bazate pe piață din anii 1980 și 1990 este mai puțin cercetată, probabil pentru că limbajul politic al ratei scăzute a dobânzii prevăzut de marele stat keynesian s-a transformat într-un limbaj macrofinanciar tehnic (obscur) al lichidității[33]. Pe scurt, finanțatorii repo, odată actori sistematici în capitalismul financiar al SUA în secolul al XIX-lea[34], au fost eutanasiați de reglementările bancare din timpul Marii Crize Economice, doar pentru a reveni în 1991, odată cu manipularea de către Salomon Brothers a pieței repo a trezoreriei americane. Ulterioarele anchete publice au celebrat operațiunile repo ca fiind o inovație a lichidității pentru piețele obligațiunilor suverane în regimurile macro, care nu mai erau organizate de logistica instituțională keynesiană: guvernele care au pierdut accesul la băncile centrale puteau, în schimb, să se orienteze spre piețele repo pentru a asigura lichiditatea datoriilor suverane[35]. Coevoluția finanțelor bazate pe operațiuni repo și a politicii fiscale inaugurate în era lichidității pieței, goana după titluri de valoare care ar putea fi convertite instant în bani lichizi fără modificări ale prețului și după relații monetare construite pe garantarea titlurilor de valoare lichide.

Așadar, MFC face posibilă aprofundarea economiei politice a practicilor de lichiditate evolutive în trei direcții: mecanismul crizelor financiare, baza puterii structurale pentru obligațiuni suverane/active sigure și producerea de noi clase de active (nebazate pe dolar).

În primul rând, crizele din finanțarea bazată pe piață decurg printr-un sistem de rețele. Rețeaua repo ajută bilanțurile valorii la prețul de piață, alimentarea ciclurilor de lichiditate și ale efectului de levier[36]. Colapsul lui Lehman a făcut evidentă natura explozivă a acestor cicluri, generând treceri ale pieței repo prin spiralele lichidității[37]. Retragerea finanțării repo angro contaminează garanțiile emise fie de instituții private (titluri garantate cu active sau cu ipoteci), fie de stat (suveranitatea Greciei, a Irlandei sau a Italiei). Astfel, MFC abordează managementul crizei ca pe o formă de luptă politică despre schimbările instituționale necesare pentru stabilizarea sistemelor de rețele ale finanțării bazate pe piață. Aceasta

își concentrează atenția analitică asupra mutațiilor sistemice ale rețelelor, de la operațiunile repo la acțiunile ETF, construite pe obligațiuni/instrumente de capital garantate.

În al doilea rând, finanțarea bazată pe piață condiționează din punct de vedere politic și structural imperativul suveranității lichide în funcționarea sistemului financiar (global). Putem lua ca exemplu Europa. Dacă istoria financiară europeană din anii 1960 și 1970 a înregistrat o creștere a piețelor în eurodolar[38], atunci anii 1990 au însemnat americanizarea sistemelor financiare naționale – adoptarea structurilor de lichiditate repo-suverane – după o scurtă împotrivire din partea băncilor centrale din Germania și Anglia. Banca Federală a Germaniei se temea că operațiunile repo alimentau finanțele speculative. Pentru Banca Angliei, legăturile dintre obligațiunile suverane repo au crescut spectrul atacurilor tip Soros asupra obligațiunilor de stat britanice. Însă imperativul lichidității a dus transformarea Ministrului de Finanțe în Europa și a BCE în promotori activi ai piețelor repo de tip american[39], punând în primplan puterea infrastructurală a finanțatorilor repo[40] care au slăbit cu succes reformele repo după Lehman.

În mod paradoxal, colapsul fondului Long-Term Capital Management, primul eșec sistemic al unui finanțator repo începând cu Marea Criză Economică, a accelerat stimularea globală a sistemelor financiare americanizate. Băncile centrale au informat că ancorarea piețelor obligațiunilor suverane în piețele repo liberale va produce active sigure pentru finanțarea bazată pe piață. Însă criza financiară globală a demonstrat faptul că legăturile repo/suverane nu reprezintă o garanție a siguranței pentru suverani[41]. Dacă puterea structurală a SUA traversează prevederile obligațiunilor suverane sigure, cum se întâmplă cu puterea Germaniei în Europa, atunci MFC poate pune în lumină ierarhia și politicile suveranității sigure.

În al treilea rând, exportul modelului american de capitalism financiar reflectă cererea în creștere de noi clase de active, inclusiv datoriile lichide din afara SUA. Acest lucru califică accentul EPI pus pe activele în euro (dolar). În timp ce aceste active rămân importante sistemic, căutarea de noi clase de active pentru întocmirea bilanțului în creștere reprezintă un fenomen mai amplu. Încetinită temporar de către puterea monetară compensatorie a țărilor emergente într-un context post-criză[42], americanizarea finanțelor interne a revenit prin intermediul câtorva proiecte globale, de la *Local Currency Bond Market Initiative* a forumului G20 până la *Maximizing Finance for Development* a Băncii Mondiale[43]. Aceste inițiative solicită reproducerea structurilor lichidității americane și înlocuirea datoriilor în dolari cu clasele de active locale lichide – de la obiectivele de dezvoltare durabilă (ODD) până la ETF-uri și obligațiuni ecologice – care pot atrage trilioane de dolari deținute

de investitori instituționali globali (FMI și Banca Mondială, 2020). Din perspectiva MFC se deschid, așadar, câteva întrebări esențiale. De exemplu, care sunt implicațiile organizării intervențiilor de dezvoltare în jurul finanțării bazate pe piață? Și cum ar trebui să înțelegem opoziția internă la americanizarea finanțelor naționale în țări – precum China[44] – care adoptă finanțarea bazată pe piață într-o lume a bilanțurilor interconectate și ierarhizate?

Teoria 2

Finanțarea globală este organizată în bilanțuri ierarhizate interconectate, supuse tot mai mult lichidității imediate

Dintr-o perspectivă analitică, bilanțurile sunt importante din două puncte de vedere. În primul rând, în tradiția lui Keynes, Minsky și Mehrling, datoria reprezintă un raport al bilanțurilor care înregistrează o relație socială între împrumutător (pentru care datoria reprezintă o activă) și împrumutat (pentru care datoria este o pasivă).

Abordarea sectorului bancar (paralel) ca entitate de bilanț subliniază ceea ce este distinctiv în finanțarea bazată pe piață. În mod obișnuit, stabilirea creditelor extinde bilanțul unei bănci simultan pe activul bilanțier (banca acordă un împrumut) și pe pasivul bilanțier (banca creează un depozit). Promisiunea împrumutatului de a plăti împrumutul rămâne în bilanțul băncii (securitizare), pe când promisiunea băncii de a converti depozitul în bani cash, la cerere, dispare mai rapid, odată ce împrumutatul folosește depozitul pentru plată. Însă finanțarea bazată pe piață amestecă activele și pasivele în moduri inedite.

Putem lua ca exemplu operațiunile repo. Sectorul bancar (paralel) finanțează pozițiile titlurilor de valoare prin crearea depozitelor repo care sunt garantate tocmai de acele titluri de valoare. Atunci când prețul garantării crește, ulterioarele apeluri în marjă înapoiază activele sau banii cash sectoarelor bancare (paralele), generând efectul de levier mai pronunțat. Noutatea macrofinanciară a relațiilor de împrumut cu documente încheiate prin bilanțurile garantărilor constă în mecanismele fragile ale efectului de levier care leagă activele și pasivele. În timp ce fragilitatea sistemică repo este bine documentată[45], din perspectiva MFC se poate clarifica ecosistemul complex din spatele „investiției pasive" în mai multe direcții. De exemplu, care sunt relațiile de bilanț prin care ecosistemul creează acțiuni ETF lichide din obligațiunile/instrumentele de capital garantate? Cum amplifică puterea managerilor de active vulnerabilitatea țărilor emergente în fața ciclului financiar global[46]? Și care este influența acestui fel de procese asupra „greenwashing-ului"[47] sau a stabilirii creditelor prin furnizorul de indici[48]?

Al doilea motiv pentru care bilanțurile sunt importante este că

acestea sunt ierarhice, în cadrul valutei și între valute. Câteva pasive sunt tratate ca promisiuni mai credibile de a plăti decât altele, acordarea lor fiind supusă restricțiilor instituțiilor[49]. De exemplu, pasivele băncilor centrale (rezervele) – cele mai puternice promisiuni de plată în valuta locală – au fost emise, de-a lungul timpului, pentru un subansamblu de instituții financiare: băncilor comerciale. Acestea, la rândul lor, acordă bani pe baza unei înțelegeri private pe cale amiabilă (depozitele bancare), în mod obișnuit aflate pe a doua poziție în ierarhia pasivelor monetare, din cauza contractului social dintre bancă și stat[50].

Însă în era finanțării globale bazate pe piață, ierarhiile se schimbă. Noile pasive – în valuta locală (operațiunile repo) sau în USD (*swapuri* pe cursul de schimb) – devin sistematic importante. Pasivele în dolari din bilanțurile instituțiilor financiare din afara SUA pot genera vulnerabilități de finanțare transfrontaliere complexe[51], în special când băncile centrale locale necesită cooperarea cu Rezerva Federală SUA pentru a se susține. Mai mult decât atât, planurile pentru moneda digitală a băncii centrale deschid bilanțurile statului în fața actorilor non-financiari, fapt cu consecințe încă nestudiate. În mod similar, un actor sistemic nou, dar profund ignorat – contrapărțile centrale de compensare (CPC), al căror bilanț mută garantările suplimentare prin operațiuni repo sau prin tranzacționarea derivatelor – a câștigat acces direct la băncile centrale[52]. Cum ar trebui să înțelegem atunci rolul acestora în guvernarea macrofinanciară, în special acum, când se presupune că CPC destabilizează funcționarea politicii monetare în SUA, dar nu și în altă parte?

În cele din urmă, înțelegerea finanțării globale ca o rețea de bilanțuri conectate prin aspectele garanțiilor reale indică o altă problemă ignorată: lichiditatea imediată. Konings[53] sugerează că, practic, capitalismul are o logică distinctivă de temporizare care poate fi identificată în felul în care bilanțurile codifică timpul. Agenții „transformă temporar" activele în pasive, manipulând perioadele de timp. Susținând puternic această perspectivă, MFC deschide noi drumuri de explorare a evoluției și guvernării banilor de împrumut. Finanțarea bazată pe piață reduce banii de împrumut, dat fiind că garanțiile reale sunt supuse presiunii lichidității imediate, unde „plata de decontare, furnizarea titlurilor de valoare sau transferul garanțiilor trebuie făcute într-o locație anume, într-o valută anume (emisiunea de titluri) sau într-un termen precis măsurat nu în zile, ci în ore sau chiar minute"[54]. Lichiditatea imediată caracterizează nu doar băncile centrale, ci și CPC-urile și agenții repo tripartiți, ca puncte nodale sistemice din rețelele bilanțurilor interconectate, a căror guvernanță macrofinanciară ar trebui studiată îndeaproape.

Teoria 3

Stabilirea creditelor în finanțarea globală bazată pe piață necesită noi tipuri de bani

Stabilirea creditelor în finanțarea bazată pe piață este structural diferită de stabilirea creditelor în finanțarea bazată pe bancă. Băncile relaționale stabilesc pasivele sub formă de depozite pentru finanțarea activelor tradiționale împrumutate, iar aceste depozite obțin bani – ușor convertibili în bani *cash* la valoare nominală – printr-un contract social cu statul[55]. În finanțarea bazată pe garanții reale, banii încep acolo unde se termină depozitele[56]. Sectorul bancar (paralel) găsește noi metode de a monetiza creditele și de a scăpa de constrângerile banilor garantați de stat[57]. Noi pasive sistemice îndeplinesc nevoile structurale ale sistemelor financiare cu bilanțuri ierarhizate populate de diferite instituții financiare globale, inclusiv investitori instituționali, gestionari ai activelor, sectoare bancare paralele și bănci relaționale bazate pe piață[58].

O astfel de pasivă sistemică este bugetul paralel, pasive repo garantate de titluri de valoare negociabile, pentru finanțarea creditului stabilit prin piața titlurilor[59]. Ceea ce acordă pasivelor repo „bani" nu este abilitatea lor de a plăti datoriile (nu se pot cumpăra – încă – burgeri prin operațiuni repo), ci capacitatea lor de a menține valoarea nominală, adică de a promite în mod credibil convertibilitate la valoare nominală între depozitele repo și banii garantați de stat prin evaluarea garanției[60].

În mod critic, atunci când banca A acordă credit unei societăți prin piața titlurilor de valoare, cumpără titluri de valoare acordate de către societate și deschide un depozit pentru aceste titluri de valoare. Societatea folosește depozitul pentru a plăti capitalul fix, iar acel depozit ajunge, într-un final, o activă a fondului de pensii cu banca A. Banca A *distruge* depozitul prin schimbarea acestuia într-un repo cu fond de pensii, un repo garantat de titlurile de valoare acordate de către societate[61]. Alchimia bancară nu rezidă doar într-o schimbare a datoriilor, având în vedere banii, ci în crearea de noi datorii prin distrugerea altora aflate mai sus în ierarhia banilor. Banca finanțează stabilirea creditelor prin piața titlurilor de valoare cu depozite repo, iar fondul de pensii își păstrează „*cash*-ul" într-un depozit repo pe care îl consideră o activă mai sigură decât un depozit bancar. Noile tipuri de bani au două implicații importante.

În primul rând, măsurătorile tradiționale ale masei monetare nu mai captează într-un mod adecvat nici activitățile monetare, nici pe cele de creditare[62]. Stabilirea endogenă a depozitelor repo de către bănci distruge depozitele bancare. Garanțiile obțin putere monetară prin interconectarea activelor (obligațiunilor) și pasivelor (depozite

repo asigurate cu instrumentele de capital garantate). O perspectivă MFC ne face să extindem măsurătorile tradiționale ale masei monetare, pentru a include puterea monetară a garanțiilor reale[63], și, mai pe larg, să ne întrebăm cum putem incorpora regimuri financiare diferite din punct de vedere structural în macroeconomia post-keniană care modelează efectele asupra creșterii, ratei de angajare și inegalității veniturilor[64]. Care sunt implicațiile acestui lucru pentru canalele de transmisie a politicilor monetare care își asumă riscuri? Mai mult decât atât, ce inovații ale politicii monetare sunt necesare pentru a modela într-un mod credibil crearea bugetului paralel endogen?

În al doilea rând, MFC ne ajută să analizăm legătura *swapuri* repo/pe cursul de schimb pentru a descoperi aspectele amprentei globale a dolarului. Hegemonia dolarului american are un cuvânt de spus în piețele valutare naționale. Instituțiile financiare din afara Statelor Unite dețin și active, nu doar pasive în dolari, care sunt de obicei discutate în literatura de specialitate. *Swapurile* pe cursul de schimb, susțin Borio et. al.[65], sunt echivalente din punct de vedere funcțional operațiunilor repo, însă reglementările ce țin de contabilitate umbresc această echivalență. Instituțiile financiare înregistrează operațiuni repo, dar nu și *swapuri* pe bilanțul cursului de schimb, cu excepția abaterilor piețelor de la mișcările cursului de schimb. Astfel, mulți eurodolari dispar din bilanțurile instituțiilor financiare din afara SUA. Conform lui Borio et. al[66], aceste datorii dispărute dublează datoriile nebancare ale dolarului la nivel global la 21 de trilioane de dolari. Descoperirea legăturii *swapurilor* repo/pe cursul de schimb ar aduce, așadar, lumină în imaginea lichidității globale (a dolarului), cu implicații semnificative pentru politica monetară în SUA, și nu numai, precum și pentru managementul contului de capital (și anume controalele asupra capitalului).

Teoria 4

Finanțarea bazată pe piață necesită o dispoziție de prevenire a riscurilor pentru pasivele sistemice și pentru noile clase de active.

Regimurile și practicile de lichiditate pentru stabilirea bugetului și a creditelor în bilanțurile interconectate global și ierarhizate solicită statului să prevină riscurile pasivelor sistemice în momentele dificile și să faciliteze crearea de noi clase de active în momentele prielnice. Creditorul de ultimă instanță este nepotrivit în momentele dificile, pentru că se bazează pe practicile de evaluare a garanțiilor. O perspectivă MFC este folositoare ca modalitate de a explora lupta politică drept răspuns la aceste presiuni structurale și implicațiile atât pentru puterea monetară a garanțiilor, cât și pentru puterea (infra)structurală. Aceste răspunsuri fuzionează

într-un stat care previne riscurile *garanțiilor*, *cursurilor de schimb* și *noilor clase de active*.

În primul rând, cea mai notabilă schimbare instituțională post-Lehman este ascensiunea băncii centrale ca formator de piață de ultimă instanță (FPUI) pentru un set de garanții sub formă de titluri de valoare[67]. Deși inițial limitate la băncile centrale mari, pandemia COVID-19 a făcut ca și băncile centrale din țări emergente precum Indonezia și Africa de Sud să o adopte. Promițând protejarea lichidității pieței titlurilor de valoare și scăzând prețul, FPUI previne riscurile garanțiilor prin active sigure, păstrând puterea monetară pe care garanțiile o oferă operațiunilor repo. De asemenea, acesta protejează puterea de evaluare pe care garanțiile au obținut-o post-Lehman prin rolul proeminent în tarifarea produselor derivate[68].

Întrebarea de o importanță critică, prin prisma unei MFC interesată de puterea monetară, este „ce garanții?" FPUI complică politicile instituționale și ideatice ale băncilor centrale „independente"[69]. Interconectarea dintre băncile centrale ca factori (reticenți) de prevenire a riscurilor garanțiilor și emitenții publici/privați de garanții sub formă de titluri de valoare rezultă în lupte politice complexe în regimuri politice care se împotrivesc intervenției băncilor centrale în piața datoriilor suverane, precum zona euro[70]. MFC poate ajuta la descoperirea acestor lupte politice, în special acolo unde practicile de lichiditate oferă atât beneficii exorbitante (neașteptate) pentru state precum Germania, emitentul de ultimă instanță de active sigure al zonei euro[71], cât și putere infrastructurală pentru finanțarea privată[72].

În al doilea rând, americanizarea sistemului financiar național și a celui global generează noi presiuni pentru prevenirea riscului ratei de schimb în țările emergente și sărace. MFC poate ajuta la analizarea schimbului în practicile băncilor centrale, incluzând operațiuni cu instrumente derivate regulate pentru a preveni riscul ratei de schimb pentru titularii străini ai obligațiunilor locale în valută[73] și funcțiile „*swapperului* de ultimă instanță" care alimentează instituțiile financiare cu lichiditate străină[74], ori din rezervele personale, ori prin împrumuturi de la Rezerva Federală SUA. Care, am putea întreba noi, sunt limitele structurale și politice ale noilor practici ale băncilor centrale și care e rezultatul lor în sistemele financiare americanizate, ce se împotrivesc dominației în creștere a fluxurilor de capital conduse de ETF?

În al treilea rând, MFC poate pune în lumină cererile în creștere pentru prevenirea riscului noilor clase de active, precum finanțarea ecologică sau obligațiunile legate de dezvoltare. Să luăm ca exemplu criza climatică. Un scenariu tot mai puternic solicită statului să prevină riscul noilor clase de active ecologice,

în temeiul normelor definite prin finanțarea globală[75]. Această soluție *status-quo* menține ordinea politică a capitalismului financiar, incluzând aversiunile ideologice cu privire la investițiile publice în ecologie, în temeiul acordurilor-cadru ale Noii Ordini Ecologice, „independența" băncilor centrale și puterea politică a finanțatorilor de emisii. Astfel, se creează condițiile pentru un „greenwashing" subvenționat și sistemic.

O perspectivă MFC ar putea ajuta în acest caz la luminarea macroguvernanței finanțelor „greenwashed" în diferite moduri, inclusiv, de exemplu: desfășurarea puterii infrastructurale în luptele politice despre taxonomiile verde/maro[76]; testarea rezistenței politicilor climatului anunțate recent de către băncile centrale; noile practici de reducere a riscurilor prin factori care susțin ecologia, legați de regimurile regulatoare sau de politicile de garantare ale băncilor centrale și măsura în care prevenirea riscurilor înseamnă subvenționarea „greenwashing-ului." În mod similar, MFC ne oferă posibilitatea de a explora întoarcerea spre finanțarea privată în dezvoltarea internațională: „Unanimitatea Wall Street"[77] ce împinge spre privatizarea infrastructurii publice prin parteneriate între sectorul public și cel privat, care să fie grupate în „active de dezvoltare investibile" prin bănci de dezvoltare multilaterală sau state din Sudul Global.

Concluzie

Macrofinanțele critice deschid noi posibilități de a explora economia politică a producerii de active lichide în finanțarea bazată pe piață. Acestea accentuează faptul că astfel de practici de lichiditate, reordonarea bilanțurilor ierarhizate și interconectate, generează noi forme de bani și pasive sistemice. De asemenea, concentrează atenția analitică asupra luptelor ideatice ulterioare și asupra presiunilor structurare de a reorienta regimurile macroeconomice spre dispoziții de prevenire a riscurilor.

Acest lucru oferă o perspectivă folositoare prin care putem privi pandemia COVID-19. Începând cu februarie 2020, am observat dispozițiile de prevenire a riscurilor în acțiune: băncile centrale mari au considerat FPUI o gamă largă de titluri de valoare private și publice, în timp ce Rezerva Federală a extins dispozițiile de lichiditate a dolarului american într-o ierarhie pe două niveluri a băncilor centrale: *swapuri* cu bănci centrale „colegiale", incluzând câteva țări emergente, și operațiuni repo cu alte bănci centrale pe care Sistemul Federal de Rezerve le consideră bănci comerciale private, care pot garanta un împrumut cu portofoliile trezoreriei Statelor Unite. Brațul fiscal al statului și-a asumat, la rândul său, un rol direct de prevenire a riscurilor, cum se întâmplă în Germania, de exemplu, prin garantarea împrumutului bancar

pentru companii și salarii. MFC oferă, în acest sens, un cadru puternic pentru a explora lumea post-pandemie, în care băncile centrale vin în ajutorul finanțării globale, în timp ce guvernele sunt reticente în ceea ce privește reforma acesteia, în care explozia datoriilor publice va aduce presiuni pentru un nou val de austeritate, consolidând factorii structurali care au făcut capitalismul financiar și mai dominant după colapsul lui Lehman.

Mulțumiri
Aș dori să le mulțumesc editorilor de la *Finance and Society* și grupului *Warwick Critical Finance,* precum și participanților de la Atelierul de Macrofinanțe critice de la Goldsmiths – Nina Kaltenbrunner, lui Iñaki Aldasoro, Yannis Dafermos și Ben Braun – pentru comentariile perspicace.

Traducere din limba engleză de ***Denisa Turcu****.*
Redactare și revizuire a traducerii de ***Ovio Olaru****.*

Note:

1. Hyman P. Minsky, „Central banking and money market changes," *The Quarterly Journal of Economics* 71, no. 2 (1957): 171-87.
2. Adam Tooze, *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World* (London: Penguin, 2018).
3. P. Mehrling, „Minsky and modern finance," *The Journal of Portfolio Management* 26, no. 2 (2000): 81-88; vezi și B. Bonizzi și A. Kaltenbrunner, „Critical macro-finance, Post Keynesian monetary theory and emerging economies," *Finance and Society* 6, no. 1 (2020): 76-86.
4. M. Beggs, „Liquidity as a social relation," lucrare prezentată la Conferința Eastern Economic Association. Boston, 28 februarie 2012.
5. C. P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (New York, NY: John Wiley, 1978).
6. Y. Dafermos, D. Gabor și J. Michell, „Institutional supercycles: An evolutionary macro-finance approach," *Rebuilding Macroeconomics Working Paper* (2020).
7. Daniela Gabor, „The (impossible) repo trinity: The political economy of repo markets," *Review of International Political Economy* 23, no. 6 (2016): 967-1000; Tooze, *Crashed*; M. Birk și M. Thiemann, „Open for business: Entrepreneurial central banks and the cultivation of market liquidity" *New Political Economy* 25, no. 2 (2020): 267-83.

8. H. Rey, „Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence," *NBER Paper*, no. w21162, National Bureau of Economic Research (2015).
9. L. R. Wray, „Minsky's money manager capitalism and the global financial crisis," *International Journal of Political Economy* 40, no. 2 (2011): 5-20.
10. L. B. Smaghi, „Monetary policy transmission in a changing financial system: Lessons from the recent past, thoughts about the future," prelegere la Conferința Barclays Global Inflation. New York City, 14 iunie (2010).
11. Daniela Gabor și Cornel Ban, „Banking on bonds: The new links between states and markets." *Journal of Common Market Studies* 54, no. 3 (2016): 617-35.
12. A. Haldane, „The age of asset management?", prelegere la Bank of England, Londra, 4 aprilie 2014, accesat la 11 mai 2020, https://www.bankofengland.co.uk/speech/2014/the-age-of-assetmanagement.
13. I. Hardie și D. Howarth, eds., *Market-Based Banking and the International Financial Crisis* (Oxford: Oxford University Press, 2013); Gabor și Ban, „Banking on bonds", 617-35.
14. M. Konings, „The institutional foundations of US structural power in international finance: From the re-emergence of global finance to the monetarist turn," *Review of International Political Economy* 15, no. 1 (2007): 35-61; J. Fichtner, „Perpetual decline or persistent dominance? Uncovering Anglo-America's true structural power in global finance," *Review of International Studies* 43, no. 1 (2017): 3-28.
15. P. Mehrling, „The inherent hierarchy of money," în *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley*, editori L. Taylor, A. Rezai și T. Michl (London: Routledge, 2013), 394-404; P. Mehrling, „Financialization and its discontents," *Finance and Society* 3, no. 1 (2017): 1-10.
16. E. Karwowski, „Towards (de-) financialisation: The role of the state," *Cambridge Journal of Economics* 43, no. 4 (2019): 1001-27; Y. Dafermos, D. Gabor și J. Michell, „Institutional supercycles: An evolutionary macro-finance approach," *Rebuilding Macroeconomics Working Paper* (2020).
17. M. Blyth, „The political power of financial ideas: Transparency, risk, and distribution in global finance," în *Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, editor J. Kirshner (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2003), 239-259; Cornel Ban, *Ruling Ideas: How Global Neoliberalism Goes Local* (Oxford: Oxford University Press, 2016); M. Blyth și M. Matthijs, „Black swans, lame ducks, and the mystery of IPE's missing macroeconomy," *Review of International Political Economy* 24, no. 2 (2017): 203-31.
18. O. Helgadóttir, „Banking upside down: The implicit politics of shadow banking expertise," *Review of International Political Economy* 23, no. 6 (2016): 915-940; vezi și S. Knafo, „Macro-finance and the financialisation of economic policy," *Finance and Society* 6, no. 1 (2020): 87-94.
19. Konings, „The institutional foundations of US", 35-61.

20. B. Braun, „Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets," *Socio-Economic Review* (2018). https://doi.org/10.1093/ser/mwy008; B. Braun și D. Gabor, „Central banking, shadow banking, and infrastructural power," în *The Routledge international Handbook of Financialization*, editori P. Mader, D. Mertens și N. van der Zwan (London: Routledge, 2019), 241-252.
21. E. Helleiner, „Still an extraordinary power after all these years: The US and the global financial crisis of 2008," în *Susan Strange and the Future of Global Political Economy*, editor R. Germain (London: Routledge, 2016), 93-108.
22. H. M. Schwartz, „American hegemony: Intellectual property rights, dollar centrality, and infrastructural power," *Review of International Political Economy* 26, no. 3 (2019): 490-519.
23. Fichtner, „Perpetual decline", 3-28.
24. Konings, „The institutional foundations of US", 35-61.
25. Rey, „Dilemma not trilemma".
26. Daniela Gabor, „The financialisation of the Romanian economy: From central bank-led to dependent financialization," *FESSUD Study*, no. 05 (2013), accesat la 10 mai 2020, https://ideas.repec.org/p/fes/fstudy/fstudy05.html; P. Bortz și A. Kaltenbrunner, "The international dimension of financialization in developing and emerging economies," *Development and Change* 49, no. 2 (2018): 375-93.
27. Minsky, „Central banking", 171-87.
28. Gabor, „The (impossible) repo trinity", 967-1000.
29. C. Sissoko, „Repurchase agreements and the (de) construction of financial markets," *Economy and Society* 48, no. 3 (2019): 315-341.
30. S. Sgambati, „Rethinking banking: Debt discounting and the making of modern money as liquidity," *New Political Economy* 21, no. 3 (2016): 274-290; F. Pape, „Rethinking liquidity: A critical macro-finance view," *Finance and Society* 6, no. 1 (2020): 67-75.
31. Gabor și Ban, „Banking on bonds", 617-35.
32. K. Pistor, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2019).
33. S. J. Dutta, „Sovereign debt management and the globalization of finance: Recasting the City of London's 'Big Bang'," *Competition & Change* 22, no. 1 (2018): 3-22.
34. A. Youngman, „The growth of financial banking," *Journal of Political Economy* 14, no. 7 (1906): 435-443.
35. Gabor, „The (impossible) repo trinity", 967-1000.
36. T. Adrian și H. S. Shin, „Liquidity and leverage," *Journal of Financial Intermediation* 19, no. 3 (2010): 418-37.
37. G. Gorton și A. Metrick, „Securitized banking and the run on repo," *Journal of Financial Economics* 104, no. 3 (2012): 425-451.
38. B. Braun, A. Krampf și S. Murau, „Financial globalization as positive integration: monetary technocrats and the Eurodollar market in the

1970s," *Review of International Political Economy* (2020). https://doi.org/10.1080/09692290.2020.1740291.
39. Gabor, „The (impossible) repo trinity", 967-1000.
40. Braun, „Central banking".
41. D. Gabor și J. Vestergaard, „Chasing unicorns: The European single safe asset project," *Competition & Change* 22, no. 2 (2018): 139-64.
42. K. P. Gallagher, *Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-Border Finance* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2015).
43. D. Gabor, *Securitization for Sustainability: Does It Help Achieve the Sustainable Development Goals?* (Washington, D.C.: Heinrich Böll Stiftung, 2019).
44. vezi J. Petry, „Financialization with Chinese characteristics? Exchanges, control and capital markets in authoritarian capitalism," *Economy and Society* (2020). https://doi.org/10.1080/03085147.2020.1718913.
45. Adrian și Shin, „Liquidity", 418-37.
46. N. Converse, E. Levy-Yeyati și T. Williams, „How ETFs amplify the global financial cycle in emerging markets. International Finance Discussion," *Paper* no. 1268. Washington, D.C.: Institute for International Economic Policy, 2020.
47. P. Jahnke, „Holders of last resort: The role of index funds and index providers in divestment and climate," *SSRN Working Paper*, 3314906 (2019).
48. J. Petry, J. Fichtner și E. Heemskerk, „Steering capital: The growing private authority of index providers in the age of passive asset management," *Review of International Political Economy* (2019). https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1699147.
49. Mehrling, „The inherent hierarchy", 394-404.
50. Beggs, „Liquidity as a social relation".
51. I. Aldasoro și T. Ehlers, „The geography of dollar funding of non-US banks," *BIS Quarterly Review*, December (2018): 15-26.
52. L. Genito, „Mandatory clearing: The infrastructural authority of central counterparty clearing houses in the OTC derivatives market," *Review of International Political Economy* 26, no. 5 (2019): 938-962.
53. M. Konings, *Capital and Time: For a New Critique of Neoliberal Reason* (Stanford, CA: Stanford University Press, 2018).
54. D. Marshall și R. Steigerwald, „The role of time-critical liquidity in financial markets," *Economic Perspectives* 37, no. 2 (2013): 30.
55. Gabor și Vestergaard, „Chasing unicorns", 139-64.
56. Z. Pozsar, „Shadow banking: The money view," *SSRN Working Paper*, 2476415 (2014).
57. C. P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (New York, NY: John Wiley, 1978).
58. D. Gabor, „Goodbye (Chinese) shadow banking, hello market-based finance," *Development and Change* 49, no. 2 (2018): 394-419.
59. Pozsar, „Shadow banking"; Gabor și Vestergaard, „Chasing unicorns", 139-64.
60. pentru o altă perspectivă, vezi S. Murau și T. Pforr, „What is money in a

critical macro-finance framework?" *Finance and Society*, 6, no. 1 (2020): 56-66.

61. vezi Gabor și Vestergaard, „Chasing unicorns", 139-64.
62. Pozsar, „Shadow banking".
63. Smaghi, „Monetary policy transmission"; P. R. Fisher, „Reflections on the meaning of 'risk free'," *BIS Paper*, no. 72 (Basel: Bank for International Settlements, 2013); Gabor și Vestergaard, „Chasing unicorns", 139-64.
64. M. Nikolaidi, „Securitisation, wage stagnation and financial fragility: A stock-flow consistent perspective," *Greenwich Papers in Political Economy*, no. 27 (2015); A. Botta, E. Caverzasi și A. Russo, „When complexity meets finance: A contribution to the study of the macroeconomic effects of complex financial systems," *Research Policy* (2020). https://doi.org/10.1016/j.respol.2020.103990.
65. C. Borio, R. N. McCauley și P. McGuire, „FX swaps and forwards: Missing global debt?" *BIS Quarterly Review*, September (2017): 37-54.
66. *Ibidem.*
67. Gabor și Ban, „Banking on bonds", 617-35.
68. T. Spears, „Discounting collateral: Quants, derivatives and the reconstruction of the 'risk-free rate' after the financial crisis," *Economy and Society* 48, no. 3 (2019): 342-370.
69. J. van't Klooster și C. Fontan, „The myth of market neutrality: A comparative study of theEuropean Central Bank's and the Swiss National Bank's corporate security purchases," *New Political Economy* (2019). https://doi.org/10.1080/13563467.2019.1657077.
70. Gabor și Ban, „Banking on bonds", 617-35.
71. Gabor și Vestergaard, „Chasing unicorns", 139-64.
72. Braun, „Central banking".
73. J. P. S. Macalos, „Foreign exchange swaps: A near substitute for international reserves in peripheral countries?", lucrare pregătită pentru a 21a ediție a FMM Conference of the Macroeconomic Policy Institute. Berlin, 9-11 noimebrie (2017).
74. R. Gonzalez, D. Khametshin, J.-L. Peydró și A. Polo, „Hedger of last resort: Evidence from Brazilian FX interventions, local credit and global financial cycles," *BIS Working Paper* (Basel: Bank for International Settlements, 2019).
75. Dafermos, Gabor și Michell, „Institutional supercycles".
76. D. Gabor, Y. Dafermos, M. Nikolaidi, P. Rice, F. van Lerven, R. Kerslake, A. Pettifor și M. Jakobs, „Finance and climate change: A progressive green finance strategy for the UK," Report of the independent panel commissioned by Shadow Chancellor of the Exchequer John McDonnell MP (2019).
77. D. Gabor, *The Wall Street consensus*, Mimeo, UWE Bristol (2020).