Appraising the European Central Bank

**Hard talk, soft policy**

**The ECB has run as loose a monetary policy as other central banks have. It is just rather more coy about it**

THE global economy has stopped sinking and central bankers are pausing for breath. As The Economist went to press on July 2nd, the European Central Bank (ECB) was expected to keep its main “refi” interest rate unchanged, at 1%. The ECB’s rate-setting council has been chary of cutting rates closer to zero as policymakers elsewhere have done. Its reluctance to do more has attracted criticism, only some of it fair.

The focus on policy rates may put the ECB in a bad light but these are no longer a reliable guide to the overall monetary-policy stance. If you look at market rates the policy stance in the euro area is as loose as anywhere else, because of stimulus decisions taken at the height of the financial crisis. In October the ECB decided it would offer banks as much cash as they wanted, at a fixed interest rate (the refi rate) and against a wider range of security than usual, for up to six months. It also scheduled extra three-month and six-month refinancing operations, so that banks could come more often to the central-bank well.

In May the ECB council agreed to extend the offer of fixed-rate cash to one year. At the first 12-month refinancing operation on June 24th, euro-zone banks borrowed a staggering €442 billion ($620 billion). With so much cash splashing around, the charge that banks make for overnight loans has stayed well below the refi rate, with some occasional spikes (see chart). Since the €442 billion cash injection, overnight interest rates in the euro zone have fallen to a record low of 0.3%, below those in Britain and scarcely higher than in America. Indeed banks can now borrow more cheaply in euros than in pounds for either three, six or 12 months.

Before the crisis, the ECB would aim to keep overnight interest rates close to the refi rate. Since it moved to unlimited fixed-rate funding, the central bank has been content to allow the overnight rate to drift much lower than the policy rate. In effect, the bank now has a target range for short-term rates: the upper bound is the 1% refi rate and the lower bound is the rate the central bank pays on banks’ deposits with it, currently 0.25%. The deposit rate has been a better guide to the policy stance than the refi rate has. ECB-watchers and markets understand this, even though it has not been spelt out in so many words by Jean-Claude Trichet, the ECB’s president.

Why be so coy? One concern is that by playing up the fight against recession, the ECB could appear to have lost sight of inflation. Keeping the totemic refi rate above zero may be seen as necessary to prevent inflation expectations from drifting up. There may also be a reluctance to admit that such a gushing provision of liquidity has altered the policy stance. Since the start of the crisis in August 2007, the ECB has insisted the two are separate. “They are bold on liquidity because they don’t see it as mainstream monetary policy,” says Charles Wyplosz of the Graduate Institute in Geneva. Yet the terms of its refinancing for banks have clearly led to looser monetary conditions.

Another reason for obfuscation is to mask differences among rate-setters. Monetary-policy hawks can reassure themselves that the policy rate is not too low. Doves are happy that effective interest rates are nearer to zero. And Mr Trichet can claim there is a “consensus”. The terms of the truce make it easier to reverse policy when the time comes. By restricting its liquidity support, the ECB will be able to guide overnight interest rates towards 1% without having to alter its policy rate.

Because the ECB has had one eye on the exit since the start of the crisis it has earned plaudits from those who think the Federal Reserve has been incautious. That judgment is too kind to the ECB, which could afford to have scruples about the medium term because other central banks were taking more care of the present. It is also unfair on the Fed, which had to stand in place of America’s collapsed shadow-banking system. When the economy was in most danger, the ECB could have cut rates more quickly. “If the ECB had been more proactive, the recession would have been less bad,” says Marco Annunziata of UniCredit. The striving for consensus militated against bolder action.

Another criticism is that the ECB has not done more to ease credit conditions by buying government and corporate bonds outright, as the Bank of England and the Fed have done. Its scheme to purchase up to €60 billion of the safest bank bonds, launched this month, is modest by comparison. Mr Trichet believes that focus makes sense, as euro-zone businesses and homebuyers rely more on banks than capital markets for credit. In America, capital markets matter more, so the Fed had to get its hands dirtier by buying commercial paper and mortgage-backed securities.

The ECB is also loth to soil its hands with public debt, though banks flush with central-bank cash are keen buyers of such low-risk assets. If this is monetisation at a remove, so be it. The central bank keeps its independence from government and does not have to worry about selling bonds back into the market once the interest-rate cycle turns. “If you want to stay clean, the exit strategy is easier,” says Thomas Mayer of Deutsche Bank.

But offering ample liquidity support to banks gets you only so far. By buying assets, the Fed allows American banks to shed them, freeing scarce capital for fresh lending. As losses mount in the euro zone, capital may trump liquidity in determining credit growth. Lending to the private sector slowed to 1.8% in the year to May, an all-time low. Until credit starts to revive, the ECB cannot think about tightening policy. It may yet have to be bolder.

Buttonwood

**Caveat creditor**

**A new economic era is dawning**

SOMETIMES you can have too much news. There was so much financial turmoil in the autumn that it was hard to keep up with events. In retrospect it is clear that a change in the economic backdrop akin to the demise of the Bretton Woods system in the early 1970s has taken place. Investors will be dealing with the aftermath for decades to come.

From the mid-1980s onwards the answer to big financial setbacks appeared to be simple. Central banks would cut interest rates and, eventually, the stockmarket would recover. It worked after Black Monday (the day in October 1987 when the Dow Jones Industrial Average fell by 23%) and the Asian crisis of 1997-98. It did not rescue shares after the dotcom bust but the easing led to the housing boom and the underpricing of risk in credit markets.

Easing monetary policy was pretty popular. It lowered borrowing costs for companies and homebuyers. To the extent that savers earned lower returns on their deposit accounts, they were usually compensated by a rebound in the value of their equity holdings.

Indeed, monetary easing appeared to be costless. When policymakers cut interest rates in the 1960s and 1970s they often ignited inflationary pressures. Not so in the 1990s. Whether that was down to the brilliance of central banks or the deflationary pressures emanating from China and India is still a matter of debate.

This time around conventional monetary policy has not been enough. The authorities have also had to resort to quantitative easing, using the balance-sheets of central banks to ensure the funding of clearing banks and to keep the lid on bond yields. And there has been a huge dollop of fiscal easing. Some countries’ budget deficits have soared to 10% of GDP.

The fiscal packages have proved rather less popular than monetary easing. Initially they were seen as bail-outs for greedy bankers. But the focus of criticism has shifted to the deterioration of government finances and the potential for higher future taxes, borrowing costs and inflation.

An eerie parallel seems to be at work. There was a time, back in the 1950s and 1960s, when Keynesian stimulus packages were seen as costless. Governments thought they could fine-tune their economies out of recession. Eventually it was realised that the ultimate result of too much stimulus was higher inflation and excessive government involvement in the economy. Keynesian demand management was abandoned in favour of the monetary approach. The past couple of years have demonstrated that the use of monetary policy had its costs too, not in consumer inflation but in rising debt levels and growing asset bubbles.

The authorities never even considered allowing the financial crisis to continue unhindered. The damage to the economy would have been too great. But the costs of this latest round of government action will be big. Investors will have it in mind during the next boom that governments will rescue the largest banks, slash rates, intervene in the markets and run huge deficits. In other words the moral-hazard problem will be even greater.

Before we get there, however, the authorities will have to work out an exit strategy. Past cycles have shown that the tightening phase, after a long period of low rates, can be very dangerous. Bond markets were savaged in 1994 when the Federal Reserve started to raise rates from 3%. What will bond markets do if central banks also unload the holdings acquired during the crisis? And how will stockmarkets perform if interest rates and taxes are being raised at the same time?

Given these risks, the new era will surely be a lot more fragile than the one that prevailed in the 1980s and 1990s. There is simply more scope for policymakers to go wrong.

In addition, the global financial system has lost its anchor. When Bretton Woods broke down and the last link to gold was severed, there was in theory nothing to stop governments from creating money. It took independent central banks, armed with inflation targets, to reassure creditors. But now central banks have shown they have another priority apart from controlling inflation: bailing out the banks.

The new era is one in which governments are using floating exchange rates, near-zero interest rates and vast fiscal deficits to protect their economies. None of this is good news for creditors, who will surely not put up with the situation for long. The actions they take to protect their portfolios—demanding higher bond yields, pushing for fixed exchange rates—will define the next economic system.

Оценивая Европейский Центральный Банк

Жесткий разговор, мягкая политика

Европейский центральный банк управляет кредитно-денежной политикой так же свободно, как и другие центральные банки. Это еще скромно сказано об этом.

THE global economy has stopped sinking and central bankers are pausing for breath. Глобальная экономика остановила падение и центральные банкиры переводят дыхание. As *The Economist* went to press on July 2nd, the European Central Bank (ECB) was expected to keep its main “refi” interest rate unchanged, at 1%. Когда «Экономист» готовился к печати 2 июля, Европейский центральный банк (ЕЦБ), как ожидалось, сохранил свою основную процентную ставку рефинансирования без изменений на уровне 1%. The ECB's rate-setting council has been chary of cutting rates closer to zero as policymakers elsewhere have done. Совет тарификации Европейского центрального банка был осторожным в сокращении ставки ближе к нолю, как это сделали высшие чиновники в другом месте. Это нежелание снизить больше, привлекло критику, только часть ее справедлива.

The focus on policy rates may put the ECB in a bad light but these are no longer a reliable guide to the overall monetary-policy stance. Сосредоточение внимания на учетных ставках может выставить ЕЦБ в неприглядном свете, но это уже не является надежным проводником по всей позиции кредитно-денежной политики. If you look at market rates the policy stance in the euro area is as loose as anywhere else, because of stimulus decisions taken at the height of the financial crisis. Если вы посмотрите на рыночные ставки, позиция учетной политики в зоне евро является такой же свободной, как и везде, потому что стимулирует решения, принятые в разгар финансового кризиса. In October the ECB decided it would offer banks as much cash as they wanted, at a fixed interest rate (the refi rate) and against a wider range of security than usual, for up to six months. В октябре ЕЦБ решил, что предложит банкам так много наличных денег, как они хотят, по фиксированной процентной ставке (ставке рефинансирования) и напротив с более широким набором функций безопасности, чем обычно, на срок до шести месяцев. It also scheduled extra three-month and six-month refinancing operations, so that banks could come more often to the central-bank well. Кроме того, запланированы дополнительные три месяца и шесть месяцев на операции по рефинансированию, чтобы банки могли приходить чаще в центро-банковский источник.

In May the ECB council agreed to extend the offer of fixed-rate cash to one year. В мае совет ЕЦБ принял решение продлить предложение наличных денег с фиксированной процентной ставкой до одного года. При первой 12-месячной операции рефинансирования 24-ого июня, банки еврозоны заимствовали в пределахAt the first 12-month refinancing operation on June 24th, euro-zone banks borrowed a staggering €442 billion ($620 billion). € 442 млрд ($ 620 млрд). With so much cash splashing around, the charge that banks make for overnight loans has stayed well below the refi rate, with some occasional spikes (see chart). С таким большим всплеском наличности вокруг, появились обвинения, что банки дают суточные кредиты ставя ставку намного ниже ставки рефинансирования, с случающимися время от времени подъемами(см. диаграмму). Since the €442 billion cash injection, overnight interest rates in the euro zone have fallen to a record low of 0.3%, below those in Britain and scarcely higher than in America. С тех пор как сделали вливание наличных в размере € 442 млрд, ночные(суточные) процентные ставки в зоне евро упали до рекордно низкого уровня в 0,3%, ниже, чем в Великобритании и чуть выше, чем в Америке. Indeed banks can now borrow more cheaply in euros than in pounds for either three, six or 12 months. В самом деле банки могут теперь брать дешевле в евро, чем в фунтах на три, шесть или 12 месяцев.

Before the crisis, the ECB would aim to keep overnight interest rates close to the refi rate.Перед кризисом Европейский центральный банк поставил цель держать суточные процентные ставки ближе к курсу рефинансирования. Так как это вылилось в неограниченное финансирование с фиксированной процентной ставкой, центральный банк был согласен позволить однодневной процентной ставке дрейфовать намного ниже чем учетная ставка. В действительности, у банка теперь есть намеченный диапазон для краткосрочных ставок: верхняя граница составляет 1 % курса рефинансирования, и нижняя граница - это ставка центрального банка оплачивающая депозиты банков, в настоящее время 0.25 %. Ставка по депозитам была лучшим в политической позиции, чем по курс рефинансирования. Наблюдатели Европейского центрального банка и рынки понимают это, даже при том, что это не было обстоятельно объяснено в очень многих словах Жана-Клода Тричета, президента Европейского центрального банка.

Why be so coy?Почему быть настолько скромным? One concern is that by playing up the fight against recession, the ECB could appear to have lost sight of inflation. Одно вызывает беспокойство, что поддерживая борьбу против спада(рецессии), Европейский центральный банк, может показаться, теряет из виду инфляцию. Keeping the totemic refi rate above zero may be seen as necessary to prevent inflation expectations from drifting up. Сохранение главной(тотемной) ставки рефинансирования выше нуля, может рассматриваться в качестве необходимости для предотвращения инфляционных ожиданий дрейфующих вверх. There may also be a reluctance to admit that such a gushing provision of liquidity has altered the policy stance. Также может быть нежелание признавать, что такой поток обеспечения ликвидности изменил политическую позицию. Since the start of the crisis in August 2007, the ECB has insisted the two are separate. С начала кризиса в августе 2007 года, ЕЦБ настаивал на разделение двух понятий. “They are bold on liquidity because they don't see it as mainstream monetary policy,” says Charles Wyplosz of the Graduate Institute in Geneva. "Они самоуверенны в ликвидности, поскольку они не видят эти действия в качестве основного направления кредитно-денежной политики", говорит Чарльз Виплоц дипломированный специалист из Института в Женеве. Yet the terms of its refinancing for banks have clearly led to looser monetary conditions. Тем не менее условия рефинансирования для банков, очевидно, привели к более свободным кредитно-финансовым условиям.

Another reason for obfuscation is to mask differences among rate-setters.Еще одна причина путаницы является скрытие различия между сеттерами(лидерами). Monetary-policy hawks can reassure themselves that the policy rate is not too low. Кредитно-денежная политика ястребов может успокоить себя тем, что учетный курс не слишком низкий. Doves are happy that effective interest rates are nearer to zero. Голуби рады, что эффективная процентная ставка приближается к нулю. And Mr Trichet can claim there is a “consensus”. И г-н Трише может утверждать, что есть "консенсус"(согласие). The terms of the truce make it easier to reverse policy when the time comes. Условия перемирия облегчат изменение политики, когда придет время. By restricting its liquidity support, the ECB will be able to guide overnight interest rates towards 1% without having to alter its policy rate. Ограничивая свою поддержку ликвидности, Европейский центральный банк будет в состоянии привести ночные(однодневные) процентные ставки к 1 %, без необходимости изменять учетный курс.

Поскольку у Европейского центрального банка был один взгляд на выход, с тех пор как начался кризис, это заработало одобрение от тех, кто думает, что Федеральная Резервная система была неосторожна. Это решение является слишком добрым для ЕЦБ, который может позволить сомневаться в среднесрочной перспективе, потому что другие центральные банки проявляют больше заботы о настоящем. It is also unfair on the Fed, which had to stand in place of America's collapsed shadow-banking system. Это также несправедливо по отношению к ФРС, которая встала на место рухнувшей теневой банковской системы Америки. When the economy was in most danger, the ECB could have cut rates more quickly. Когда экономика находилась в наибольшей опасности, ЕЦБ мог бы понизить ставки более быстрыми темпами. “If the ECB had been more proactive, the recession would have been less bad,” says Marco Annunziata of UniCredit. "Если бы ЕЦБ был более превентивным, спад был бы менее плохим", говорит Марко Аннунциата из UniCredit. The striving for consensus militated against bolder action. Стремление к консенсусу препятствует решительным действиям.

Another criticism is that the ECB has not done more to ease credit conditions by buying government and corporate bonds outright, as the Bank of England and the Fed have done.Еще одно критическое замечание в том, что ЕЦБ не сделал больше для облегчения условий кредитования путем покупки государственных и корпоративных облигаций напрямую, как сделали Банк Англии и ФРС. Its scheme to purchase up to €60 billion of the safest bank bonds, launched this month, is modest by comparison. Его схема покупки до € 60 млрд самых надежных облигаций банка, выпущенных в этом месяце, скромна в сравнении. Mr Trichet believes that focus makes sense, as euro-zone businesses and homebuyers rely more on banks than capital markets for credit. Г-н Трише верит, что внимание к этому имеет смысл, так как предприятия и покупатели недвижимости еврозоны в большей степени полагаются на банки, чем на рынок капитала для кредитования. In America, capital markets matter more, so the Fed had to get its hands dirtier by buying commercial paper and mortgage-backed securities. В Америке, рынки капитала имеют большее значение, так что ФРС стал руками уборщика, покупая коммерческие бумаги и ипотечных ценных закладные.

The ECB is also loth to soil its hands with public debt, though banks flush with central-bank cash are keen buyers of such low-risk assets. ЕЦБ также не склонен пачкать руки государственным долгом, хотя поток банков с наличными центро-банка является активным покупателем таких низкорискованных активов. If this is monetisation at a remove, so be it. Если это – монетизация при удалении, пусть так и будет. The central bank keeps its independence from government and does not have to worry about selling bonds back into the market once the interest-rate cycle turns. Центральный банк сохранит свою независимость от правительства и не нужно беспокоиться о продаже облигаций обратно на рынок после оборота цикла процентных ставок. “If you want to stay clean, the exit strategy is easier,” says Thomas Mayer of Deutsche Bank. "Если вы хотите остаться чистым, стратегия выхода это послабление", говорит Томас Майер из Deutsche Bank.

But offering ample liquidity support to banks gets you only so far. Но предложение достаточной поддержки ликвидности банков вы получаете только в настоящее время. By buying assets, the Fed allows American banks to shed them, freeing scarce capital for fresh lending. Покупая активы, Федеральная резервная система позволяет американским банкам, терять их, освобождая недостающий капитал для нового кредитования. As losses mount in the euro zone, capital may trump liquidity in determining credit growth. Так потеряв опору в зоне евро, капитал может превзойти ликвидность при убедительном кредитном росте. Lending to the private sector slowed to 1.8% in the year to May, an all-time low. Кредитование частного сектора замедлилось до 1,8% в год в мае, небывало низко. Until credit starts to revive, the ECB cannot think about tightening policy. До начала кредитного возрождения, ЕЦБ не может думать об ужесточении политики. It may yet have to be bolder. Это может быть еще довольно смело.

Buttonwood

Предостережение кредитора

Jul 2nd 2009 **A new economic era is dawning**Рассвет новой экономической эпохи

Illustration by S. Kambayashi

SOMETIMES you can have too much news. Иногда у вас бывает слишком много новостей. There was so much financial turmoil in the autumn that it was hard to keep up with events. Было столько финансовых потрясений осенью, что было трудно идти в ногу с событиями. In retrospect it is clear that a change in the economic backdrop akin to the demise of the Bretton Woods system in the early 1970s has taken place. Оглядываясь назад, становится ясно, что изменения в экономических условиях сродни кончине Бреттон-Вудской системы, имевшей место в начале 1970-х годах. Investors will be dealing with the aftermath for decades to come. Инвесторы будут иметь дело с последствиями десятилетия вперед.

From the mid-1980s onwards the answer to big financial setbacks appeared to be simple. С середины 1980-х годов ответ на крупные финансовые неудачи казался прост. Central banks would cut interest rates and, eventually, the stockmarket would recover. Центральные банки снижали процентные ставки и, в конечном итоге, фондовая биржа восстановливалась. It worked after Black Monday (the day in October 1987 when the Dow Jones Industrial Average fell by 23%) and the Asian crisis of 1997-98. Это работало после Черного понедельника (день в октябре 1987 года, когда индекс Доу-Джонса для акций промышленных компаний упал на 23 %) и азиатского кризиса 1997-98 гг. It did not rescue shares after the dotcom bust but the easing led to the housing boom and the underpricing of risk in credit markets. Это не спасло акции после банкротства доткомов(интернет-компаний), но привело к ослаблению бума жилищного строительства и недооценке рисков на кредитных рынках.

Easing monetary policy was pretty popular. Ослабление кредитно-денежной политики было довольно популярно. It lowered borrowing costs for companies and homebuyers. Оно снизило стоимость заимствований для компаний и покупателей недвижимости. To the extent that savers earned lower returns on their deposit accounts, they were usually compensated by a rebound in the value of their equity holdings. По мере того, как вкладчики получали более низкие результаты от их депозитных счетов, они, как правило, компенсировали повышением рыночной стоимости своих портфелей ценных бумаг.

Indeed, monetary easing appeared to be costless. Действительно, денежно-кредитное ослабление, казалось ничего не значило(издержками). When policymakers cut interest rates in the 1960s and 1970s they often ignited inflationary pressures. Когда политики урезали процентные ставки в 1960-х и 1970-х годах они часто усиливали инфляционное давление. Not so in the 1990s. Не как в 1990-ых. Whether that was down to the brilliance of central banks or the deflationary pressures emanating from China and India is still a matter of debate. Было ли это снижение великолепия центральных банков или дефляцией, вытекающей из Китая и Индии, по-прежнему вызывает споры.

This time around conventional monetary policy has not been enough. На этот раз обычной денежно-кредитной политики оказалось недостаточно. The authorities have also had to resort to quantitative easing, using the balance-sheets of central banks to ensure the funding of clearing banks and to keep the lid on bond yields. Властям также пришлось прибегнуть к количественному ослаблению, используя балансовые отчеты центральных банков для обеспечения финансирования клиринговых банков и ограничивая доходы по облигациям. And there has been a huge dollop of fiscal easing. И в этом была огромная часть(ложка) финансового ослабления. Some countries' budget deficits have soared to 10% of GDP. Дефицит бюджета некоторых стран вырос до 10% ВВП.

The fiscal packages have proved rather less popular than monetary easing. Финансовые меры оказались скорее менее популярны, чем денежно-кредитное ослабление. Initially they were seen as bail-outs for greedy bankers. Первоначально они рассматривались в качестве помощи для жадных банкиров. But the focus of criticism has shifted to the deterioration of government finances and the potential for higher future taxes, borrowing costs and inflation. Но главная критика направлена к ухудшению состояния государственных финансов и вероятное повышение будущих налогов, стоимости заимствований и инфляции.

An eerie parallel seems to be at work. Жуткая параллель, кажется, работает. There was a time, back in the 1950s and 1960s, when Keynesian stimulus packages were seen as costless. Был время, вернемся в 1950 и 1960 года, когда кейнсианские меры стимулов рассматривались как издержки. Governments thought they could fine-tune their economies out of recession. Правительство думало, они могут точнее регулировать экономические системы для выхода из рецессии. Eventually it was realised that the ultimate result of too much stimulus was higher inflation and excessive government involvement in the economy. В конечном счете выяснилось, что окончательным результатом слишком больших стимулов было повышение темпов инфляции и чрезмерного государственного вмешательства в экономику. Keynesian demand management was abandoned in favour of the monetary approach. Кейнсианские требования управления были отложены в пользу денежно-кредитного подхода. The past couple of years have demonstrated that the use of monetary policy had its costs too, not in consumer inflation but in rising debt levels and growing asset bubbles. Последние несколько лет показали, что использование кредитно-денежной политики имеет свои минусы тоже, не в потребительской инфляции, а в повышении уровня долга и растущих дутых активов.

The authorities never even considered allowing the financial crisis to continue unhindered. Власти даже не рассматривали разрешение финансового кризиса продолжавшегося беспрепятственно. The damage to the economy would have been too great. Ущерб экономике был бы слишком большим. But the costs of this latest round of government action will be big. Но стоимость этого последнего раунда действий правительства будет большой. Investors will have it in mind during the next boom that governments will rescue the largest banks, slash rates, intervene in the markets and run huge deficits. Инвесторы будут иметь в виду во время следующего бума то, что правительства будут спасать крупнейшие банки, урезать ставки, вмешиваться в рынки и запускать огромный дефицит. In other words the moral-hazard problem will be even greater. Другими словами проблема моральной опасности будет еще больше.

Before we get there, however, the authorities will have to work out an exit strategy. Тем не менее, прежде чем попасть туда, властям придется выработать стратегию выхода. Past cycles have shown that the tightening phase, after a long period of low rates, can be very dangerous. Прошлые циклы, показали, что ужесточение этапа, после длительного периода низких ставок, может быть очень опасно. Bond markets were savaged in 1994 when the Federal Reserve started to raise rates from 3%. Рынок облигаций взбесился в 1994 году, когда Федеральная резервная система начала повышать ставки до 3%. What will bond markets do if central banks also unload the holdings acquired during the crisis? Что будут делать рынки облигаций, если центральные банки также освободятся от авуаров(вкладов),приобретенных в период кризиса? And how will stockmarkets perform if interest rates and taxes are being raised at the same time? И как будут работать фондовые биржи, если процентные ставки и налоги, будут подняты в то же время?

Given these risks, the new era will surely be a lot more fragile than the one that prevailed in the 1980s and 1990s. Учитывая эти риски, новая эра конечно будет намного более хрупкой чем та, которая преобладала в 1980-ых и 1990-ых. Есть просто больше возможности для власти, чтобы пойти не так, как надо.

In addition, the global financial system has lost its anchor. Кроме того, глобальная финансовая система потеряла свой якорь. When Bretton Woods broke down and the last link to gold was severed, there was in theory nothing to stop governments from creating money. Когда Бреттон-Вуд сломался и последняя связь с золотом прервалась, то теоретически ничто не мешало правительствам создавать деньги. It took independent central banks, armed with inflation targets, to reassure creditors. Это стали делать независимые центральные банки, вооруженные инфляционными показателями, чтобы успокоить кредиторов. But now central banks have shown they have another priority apart from controlling inflation: bailing out the banks. Но теперь центральные банки показали, что у них есть другой приоритет кроме управления инфляцией: помощь банкам.

The new era is one in which governments are using floating exchange rates, near-zero interest rates and vast fiscal deficits to protect their economies.Новая эра - та, в которой правительства используют плавающие обменные курсы, почти нулевые процентные ставки и огромный финансовый дефицит, чтобы защитить экономические системы. None of this is good news for creditors, who will surely not put up with the situation for long. Совсем не хорошие новости для кредиторов, которые, безусловно, не будут мириться с ситуацией долго. Действия, которые они предпринимают, чтобы защитить свои портфели - требуют высокие доходы по облигациям, подталкивают к фиксированным обменным курсам - определяют следующую экономическую систему.