

Despre economie, cu și fără formule

CURTEA  VECHЕ

București, 2017

Mulțumiri	7
------------------------	----------

PARTEA ÎNTÂI

Criza economică și politicile macroeconomice

1. „Stagnarea seculară“, „bulele salvatoare“ și creșterea economică în România	11
2. Teoria și critica politicii monetare în România	91
3. Cercul vicios al politicii fiscale	173
4. Politica monetară și dezechilibrele globale (euro, dolarul, yenul și yuanul)	187
5. Tendința spre secundaritate în administrarea dezechilibrelor globale	199
6. Încărcătura psihologică a primei creșteri a ratei dobânzii	237
7. Să nu ucizi o pasăre cântătoare	243

PARTEA A DOUA

Rata dobânzii, deficitul bugetar și salariile (comentarii despre politica monetară și politica fiscală)

8. Un deceniu înainte și cinci ani după tăierea salariilor cu 25 la sută în 2010	253
9. O istorie ilustrată a două recesiuni	261
10. Despre schimbarea modelului de creștere și forma fără fond	269
11. Cum să gândim despre următorii doi ani ai economiei românești	277
12. Politica ratei dobânzii și povara creditelor	285
13. Pierderile și profiturile BNR	291
14. Politica băncilor centrale privind achiziția de aur	299
15. Despre cumpărarea de aur de către BNR	305
16. O nouă bulă imobiliară în România?	311
17. Paradoxul românesc (The Romanian Conundrum)	315
18. Prea mult și prea devreme în politica fiscală	321
19. Din nou despre Codul Fiscal și politica monetară	325
20. De ce depinde „schimbarea cursului politicii monetare“ în perioada 2015–2016	333
21. Contextul dificil al următoarei decizii de politică monetară a BNR	339

22. Politica fiscală a anului 2016	351
23. Politica fiscală și politica populismului	357
24. Politica monetară în 2016	363
25. Ce inflație ne interesează: cu sau fără TVA?	371
26. Legea dării în plată: ceva ce nu am vrea să descoperim vreodată	375
27. Problema francului și independența BNR	379

PARTEA A TREIA

Economia românească și libertatea sa

28. Democrație, competiție politică și datorie publică	385
29. Ucraina: cauza economică profundă a crizei și lecția pentru România	403
30. Pentru ce a luat poporul român Premiul Nobel în economie	407
31. Cum își poate salva un prim-ministru țara	413
32. „Miracolul românesc“ din 16 noiembrie: o explicație economică ...	419
33. De ce e nevoie de un nou acord cu FMI	423
34. Cine nu lasă România să se dezvolte	429
35. Este bun un consens politic? Un răspuns din perspectivă economică	437
36. Niște zgârie-nori pe chirpici	445
37. Simbioza	449

PARTEA A PATRA

Interviuri

38. Capitalismul, între politică și economie	457
39. Măsurile de austeritate din 2010–2011 au evitat alunecarea României spre un scenariu de tip Grecia	463
40. Atingerea țintelor de deficit trebuie să se realizeze prin raționalizarea cheltuielilor, nu prin creșterea impozitelor	475
41. Relaxările fiscale nesustenabile tind să se înmulțească înainte de alegeri	481
42. Economia nu este nici de stânga, nici de dreapta	489
43. De vorbă cu Lucian Croitoru	499
44. Repet: economia nu e de stânga sau de dreapta	507
Bibliografie	517

Lista revistelor și a site-urilor unde

au fost publicate anterior articolele cuprinse în această carte	534
---	-----

PARTEA ÎNTÂI

Criza economică și politicile macroeconomice

CAPITOLUL 1

„Stagnarea seculară”, „bulele salvatoare” și creșterea economică în România

1. Introducere

Creșterea economică este în impas în foarte multe țări ale lumii. La șase ani de la declanșarea crizei, nivelul și rata creșterii PIB sunt sub potențial. Pentru foarte mulți, cauza acestui impas este *bula creditului* pentru locuințe. Mai întâi, ea a accelerat creșterea printr-o creditare frenetică. Apoi, când bula s-a spart, cererea agregată s-a prăbușit și șomajul a crescut. În mod eronat, dar convenabil politic, cauzele bulei au fost identificate în *liberalizările financiare* începute devreme, în anii '80 ai secolului trecut. Prea puțini s-au gândit că bulele nu depind de liberalizările financiare, adică de procese raționale, ci sunt conduse de euforie și panică, procese iraționale inexpugnabile, care se constituie ca forțe foarte puternice ale pieței.

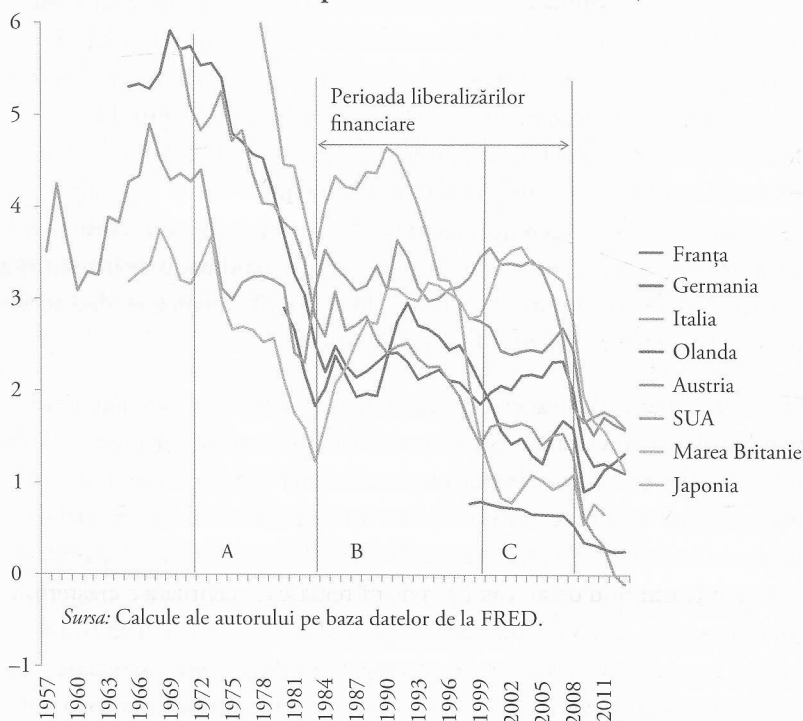
Pentru a atenua amplitudinea ciclului de afaceri în viitor, autoritățile au început un proces de reversare a liberalizărilor prin întărirea în exces a reglementării financiare. În acest proces care necesită multe resurse, pare să se fi uitat că liberalizările financiare au fost inițiate și ca răspuns la *încetinirea creșterii economice* din țările dezvoltate. În SUA, Japonia, Italia, Franța, Marea Britanie și alte economii dezvoltate, tendința de scădere a ritmurilor de creștere a cererii agregate a început încă din anii '70 și continuă la niveluri agravate și în prezent. Totuși, tendințele de încetinire a creșterii (Fig. 1) nu au putut fi oprite de liberalizările financiare, deși acestea din urmă au crescut eficiența alocativă a resurselor.

Sunt două moduri de a interpreta interacțiunea din trecut a bulelor și a liberalizărilor financiare cu încetinirea creșterii economice. Pentru cei care nu cred că sursele ultime ale bulelor sunt euforia și panica, de multe ori inspirate chiar de politici ale guvernelor sau băncilor centrale, modelul care apare este următorul: liberalizările financiare au eşuat în stoparea încetinerii creșterii, dar au reușit să producă bule ale creditului mai ample și mai frecvente, cu consecințe negative (Magdoff și Sweezy, 1987). În viziunea acestui model, pe care îl numesc al „liberalizărilor financiare generatoare de bule”, reîntărirea reglementării este necesară pentru a atenua amplitudinea și frecvența bulelor financiare. Cei care îl îmbrățișează pot argumenta că tendința de reducere a ratelor de creștere (Fig. 1, zona A) a început odată cu creșterea prețului petrolului în anii '70 (Fig. 2, zona A) și s-a atenuat în perioada 1981–1998 (Fig. 1, zona B),

când prețul petrolului a avut un trend descendent (Fig. 2, zona B). Totuși, ei nu pot explica de ce scăderea ratelor de creștere s-a atenuat începând cu 1999 (Fig. 1, zona C), odată cu inițierea trendului de creștere a prețului petrolului (Fig. 2, zona C)¹.

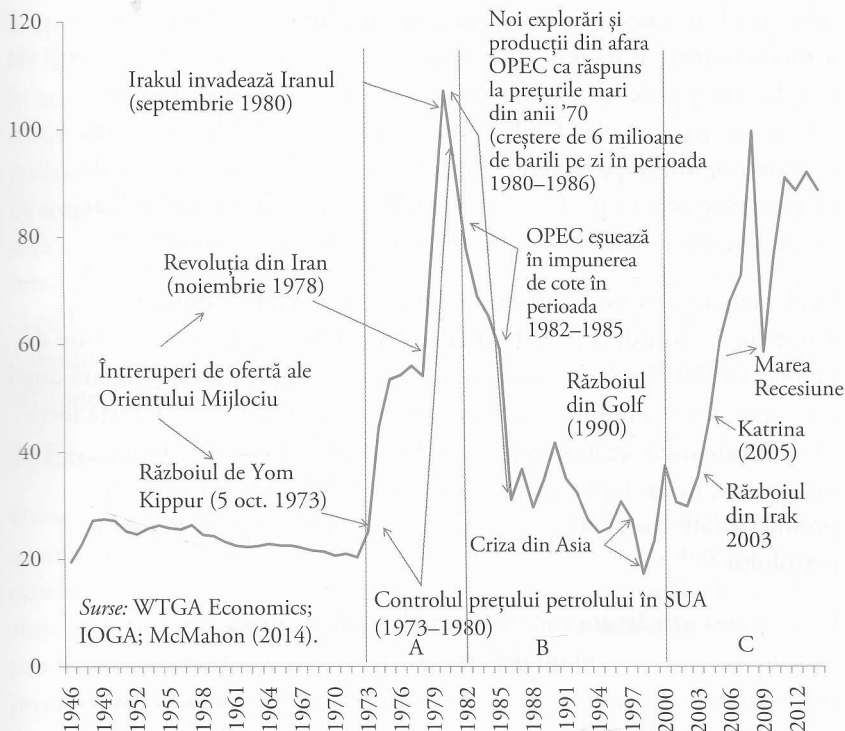
Celălalt model, îmbrățișat de cei (printre care mă număr și eu) care cred că bulele economice sunt conduse de euforie și panică și că liberalizările financiare sunt necesare pentru stimularea creșterii economice, este următorul: tendința de scădere a ratelor de creștere economică văzută în ultimele aproape cinci decenii și agravată în prezent a fost atenuată de liberalizările financiare începute în anii '80. Inevitabil, fără legătură cu liberalizările financiare și în mod „salvator“, bulele economice au întrerupt de câteva ori această tendință, prin revigorarea temporară a creșterii.

**Fig. 1. Ratele reale de creștere a PIB în țări dezvoltate
(medii mobile pe 10 ani ale ratelor anuale, %)**



¹ Prețul mondial al petrolului brut are profilul și valorile din Fig. 2, unde este prezentat prețul petrolului pentru SUA. Singura diferență este înregistrată în perioada 1973–1983, când prețul petrolului mondial a avut profilul din Fig. 2, dar a fost ușor mai mare ca în SUA, care a instituit controlul asupra prețului petrolului în perioada 1973–1980.

Fig. 2. Prețul petrolului (Illinois Crude, medie anuală) ajustat la inflația SUA din noiembrie 2014 (dolari/baril)



Acest model al „bulelor salvatoare” este mai evident în trecutul mai recent, când ratele de creștere au fost relativ mici. Din fericire, până în 2008 liberalizările financiare au împiedicat traiectoriile descendente ale ratelor de creștere economică să se apropie prea mult de zero. Reiese din Fig. 1 că primul deceniu al liberalizărilor financiare a coincis cu o stopare a declinului ratelor de creștere (sau chiar cu o accelerare a lor), după care tendința de scădere s-a reluat, fiind revigorată temporar de trei bule ale creditului, care s-au spart în 1991, 1997 și 2007. O comparație între Fig. 1 și Fig. 2 este din nou de ajutor. Se vede că reluarea accentuată a creșterii prețului petrolului după anul 1999 (Fig. 2, zona C) nu s-a reflectat în scăderea corespunzătoare a ratelor de creștere economică (Fig. 1, zona C), așa cum s-a întâmplat în perioada 1973-1982 (Fig. 2, zona A și respectiv Fig. 1, zona A). Aceste evoluții sprijină ideea că nu scăderea prețului petrolului, ci liberalizările financiare și bulele — acestea din urmă apărând independent de liberalizările respective — au contribuit la temperarea scăderii ratelor de creștere în perioada 1982-2007.

Natura umană, care nu s-a schimbat de mii de ani, ne informează că și în viitor va fi la fel. Sub influența euforiei și a panicii, bulele speculative vor devia ratele de creștere economică de la trendul lor², indiferent dacă acesta din urmă ar fi crescător sau descrescător. În particular, atât timp cât trendul rămâne descrescător, vom avea același scenariu al „bulelor salvatoare” în care, inevitabil, bule economice vor accelera creșterea economică, întrerupând temporar tendința de reducere a ratelor de creștere pe care o imprimă schimbările din factorii fundamentali ai creșterii (capitalul, munca, productivitatea, educația, instituțiile).

Reglementarea excesivă³ nu va schimba acest model al „bulelor salvatoare”⁴. Totuși, ceva va fi foarte diferit. Regretabil, spre deosebire de perioada 1980–2008, în viitor, reglementarea împovărătoare inițiată după criza din 2008 va împinge cu forță ratele de creștere în jos. Această forță va exista chiar dacă ratele de creștere vor începe să crească din nou, influențate, de exemplu, de un șoc pozitiv (favorabil) persistent în productivitate sau de un șoc negativ (favorabil) persistent în prețul petrolului.

În secțiunea următoare vom arăta implicațiile ce apar atunci când o reglementare excesivă și un deficit persistent de cerere sunt contemporane. În secțiunea a treia arătăm că, în România, creșterea economică este dependentă de evoluțiile din economiile dezvoltate. Evaluarea creșterii economiei românești din ultimii ani și a perspectivelor ei fără a înțelege ce anume ține cererea sub potențial în țările dezvoltate este o întreprindere neriguroasă. În secțiunea a patra vom defini problema de fond a economiilor dezvoltate. În secțiunea a cincea vom discuta despre rata dobânzii naturale și relația ei cu bulele economice. În

² Nu afirmăm aici că alți factori nu deviază rata de creștere de la trend, ci doar că bulele speculative sunt un factor cu o contribuție semnificativă, putând deveni predominante în anumite circumstanțe. De exemplu, dacă admitem că sporurile de productivitate precedă bulele creditului, așa cum se arată în Mendoza și Terrones (2008), atunci abaterile de la trend pot fi rezultatul sporurilor de productivitate și al bulei creditului.

³ Prin reglementare excesivă înțelegem acea reglementare care este în exces față de obiectivul reglementării de a asigura: (i) transparența acțiunilor unei entități; (ii) reflectarea corectă a operațiilor în contabilitate; și (iii) combaterea fraudei, definită suficient de larg pentru a include și acele acțiuni care încalcă dreptul la liberă alegere (vezi Croitoru, 2013a).

⁴ Vezi Croitoru (2013a) pentru argumente care sprijină concluzia că întărirea reglementării nu va duce nici la aplatizarea ciclului economic, așa cum se speră, și nici la reducerea dependenței solvabilității băncilor de ciclul de afaceri.

Respect pentru oameni și cărți

secțiunea a șasea arătăm că, dacă rata naturală a dobânzii este negativă, bula economică maschează ținta de inflație de care are nevoie economia. Secțiunea a șaptea prezintă determinanții reali ai ratei naturale a dobânzii, iar în secțiunea a opta explicăm stagnarea seculară prin șocurile prelungite în acești determinanți. În secțiunea a noua prezentăm evidențe în sprijinul ipotezei șocurilor persistente. În secțiunea a zecea arătăm de ce politica monetară nu poate evita sau tempera o bulă a prețurilor activelor. În secțiunea a unsprezecea arătăm că rata reală a dobânzii ROBOR este suficient de mică pentru a permite atât apariția unei bule a activelor într-un orizont apropiat, cât și intrarea economiei în capcana lichidității când bula se va sparge. Sunt prezentate măsurile care pot reduce probabilitatea intrării economiei românești în capcana lichidității. Ultima secțiune prezintă concluziile.

2. Excesul de reglementare și deficitul persistent de cerere

Povara reglementării intervine într-o perioadă deosebită pentru creșterea economică din țările dezvoltate. Pe de o parte, ratele de creștere economică sunt joase și descrescătoare. Pe de altă parte, ratele de creștere sunt cu mult sub valorile anticipate înainte de criză, atât pentru producția actuală, cât și pentru cea potențială. În plus, nivelurile producțiilor actuale sunt în mod cronic sub cele potențiale.

Acest din urmă aspect este ceea ce Lawrence Summers (2013) numește stagnare seculară⁵, adică un nivel al cererii suficient de redus încât să fie

⁵ Ipoteza „stagnării seculare” nu este nouă. Ea a fost propusă prima dată de Alvin Hansen (1939), care a văzut Marea Depresie ca pe începutul unei etape de stagnare economică, a cărei esență era cererea insuficientă în raport cu nevoia de ocupare a forței de muncă. La acel timp, nu exista conceptul de producție potențială sau de ocupare deplină și nici chiar ideea de produs intern brut. În viziunea lui Hansen, pe termen lung, creșterea cererii este încetinită de scăderea ratei natalității, de încheierea expansiunii teritoriale a fermelor americane (pentru acest aspect vezi p. 11 din lucrarea menționată) și de excesul de economisiri. Scăderea ritmului de creștere a populației sau, cu atât mai mult, scăderea populației duce la scăderea cererii agregate, care determină astfel scăderea cererii pentru investiții. Cu investiții scăzute, productivitatea scade. Astfel, cererea este încetinită atât de scăderea ritmului de creștere a forței de muncă, cât și de încetinirea creșterii productivității. Rezultatul final este o perioadă indefinit de lungă de ocupare scăzută a forței de muncă. Un element central în viziunea lui Hansen este acela că nu există nicio forță naturală care să se opună forțelor ce alimentează stagnarea seculară. Din acest motiv, este nevoie de intervenția guvernelor pentru a evita stagnarea. Al Doilea Război Mondial a dus la creșterea cheltuielilor guvernamentale, acestea din urmă fiind factorul care a permis evitarea stagnării (Eggertsson și Mehrotra, 2014). Elementul pe care vrem să-l subliniem în mod deosebit în această viziune hanseniană

nevoie de rate reale ale dobânzii negative pentru ca economisirile să fie egale cu investițiile la nivelul producției potențiale⁶. În noiembrie 2013, într-o conferință la FMI, el a sugerat că, din moment ce, după criză, economia nu și-a reluat rapid creșterea prin refacerea stocurilor și prin reutilizarea capacităților neutilizate, așa cum era de așteptat, atunci există o problemă cu creșterea economică pe termen lung. Dacă nu ar fi fost o astfel de problemă, spargerea bulei imobiliare ar fi putut muta nivelul PIB sub potențial doar pentru o perioadă relativ scurtă, nu pentru șase ani sau mai mult.

În perioada bulei economice care s-a spart în 2007, economia SUA nu a înregistrat un exces al cererii (inflația și ratele dobânzii au fost relativ mici, rata creșterii nu a fost peste trend, rata șomajului nu a fost sub NAIRU⁷). Summers a sugerat că lipsa semnelor supraîncălzirii economiei în perioada bulei arată că cererea agregată (neluând în considerare efectele bulei asupra cererii) a scăzut mult în perioada bulei.

Pentru a fi riguroși, distingem între *cererea agregată de bază* (definită ca acea cerere în care nu se consideră efectele bulei asupra cererii) și *cererea generată exclusiv de bule speculative*⁸. *Cererea agregată* este egală cu *cererea agregată de bază* plus *cererea generată exclusiv de bulă*. Cu această distincție, lipsa semnelor supraîncălzirii economiei arată că cererea generată de bulă a fost suficientă ca, dat fiind nivelul scăzut al cererii agregate de bază, să aducă *cererea agregată* la potențial.

Ideea că cererea agregată de bază a scăzut sub potențial înainte de apariția bulei am implicat-o și eu, ipotetic, în februarie 2013 (Croitoru, 2013a).

este acela că stagnarea pare să fie starea naturală a economiei și că doar forțe exogene (oferite de stat) o pot îndepărta, temporar, de la această stare. Așa cum arătăm în secțiunea a opta, creșterea cheltuielilor guvernamentale pentru a ridica cererea agregată poate avea efectul nedorit al stimulării apariției bulelor creditului, care, oricum, pot apărea din motive endogene.

⁶ Aceasta este definiția stagnării seculare pe care par să o agreeze cei mai mulți economiști (de exemplu, Lawrence Summers, Paul Krugman, Olivier Blanchard, Barry Eichengreen, Richard Koo, Ricardo Caballero, Frank Smets, Gauri Eggertsson, Neil Mehrotra și alții). Spre deosebire de aceștia, Robert Gordon consideră că reducerea ratelor reale ale dobânzii are cauze structurale (vezi Teulings și Baldwin, 2014). Așa cum vom arăta într-o secțiune ulterioară, atât plasarea persistentă a producției (ca ritm de creștere și ca nivel) sub potențial, cât și plasarea persistentă a potențialului (ca ritm de creștere și ca nivel) sub nivelurile medii istorice se pot defini ca „stagnare seculară”.

⁷ Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment.

⁸ Orice bulă financiară este asociată cu o creștere a creditului, adică a datoriilor, căci creditul facilitează cheltuielile și permite cumpărarea activelor (Borio, 2012, p. 8).

Respectiv pentru a aminti și că:

Am subliniat că politicile macroeconomice nu pot combate euforia generalizată dacă „două condiții sunt îndeplinite: (i) rata de creștere a produsului potențial este la niveluri relativ înalte; și (ii) inflația poate fi caracterizată ca fiind joasă și stabilă“.

În legătură cu condiția (ii), am arătat că „politica monetară este concentrată pe controlul pe termen scurt al inflației, astfel că, dacă inflația este deja joasă și stabilă, nu apare nevoia de întărire a politicii, atunci când creditul și prețul activelor cresc, alimentând bula financiară“ (Croitoru, 2013a, p. 45 și p. 46). Important însă pentru problema în discuție aici este că îndeplinirea simultană a celor două condiții este posibilă doar dacă cererea agregată de bază este semnificativ sub potențial înainte de apariția bulei⁹ sau dacă se reduce în timp ce bula crește.

Revenind la economia americană din perioada de dinainte de spargerea bulei, aceasta înseamnă că cererea agregată de bază a scăzut abrupt cu mult timp în urmă (în opinia lui Summers), undeva la mijlocul anilor 2000. Scăderea accentuată a cererii sub potențial reflecta reducerea la niveluri negative a ratei naturale a dobânzii. Această scădere nu a putut fi observată din cauza bulei. Referindu-se tot la economia SUA, Krugman, care crede că problemele cererii au început în anii '80, spunea că „se poate argumenta că economia noastră a încercat să intre în capcana lichidității pentru un număr de ani și că a evitat capcana mulțumită bulelor succesive“.

Căderea ratei naturale a dobânzii la niveluri negative după spargerea bulei a dus aproape imediat la două consecințe negative: (i) pierderea ratei dobânzii ca instrument de politică monetară; și (ii) creșterea cererii investitorilor pentru activele riscante, ceea ce accentuează instabilitatea financiară a economiei. Adăugarea unei reglementări excesive la tendința de scădere a cererii agregate de bază ar putea transforma aceste două consecințe în trăsături stabile nedorite ale economiilor dezvoltate, în viitor.

⁹ Dacă rata actuală de creștere a PIB este egală cu rata de creștere a PIB potențial, diferența dintre nivelul PIB actual și nivelul PIB potențial rămâne neschimbată. Dacă acestea din urmă sunt egale în prezența bulei, atunci înseamnă că cererea agregată de bază este mai mică decât PIB potențial. Dacă o bulă durează 4–6 ani și în tot acest răstimp producția actuală este egală cu producția potențială, atunci înseamnă că cererea agregată a scăzut sub nivelul PIB potențial cu 4–6 ani înainte de apariția bulei.

Astfel, dacă ipoteza stagnării seculare este adevărată, este posibil ca în viitor economiile dezvoltate să aibă următoarele caracteristici: (a) o reglementare excesiv întărită, contemporană cu o instabilitate financiară crescută (bule mai numeroase) și cu rate joase și descendente de creștere economică; (b) o politică monetară convențională disponibilă numai în perioadele de manifestare a bulelor creditului (sau, altfel spus, o frecvență crescută a trecerii de la o politică monetară bazată pe instrumente convenționale la una bazată pe instrumente neconvenționale). Ar fi, probabil, cel mai prost scenariu.

Dacă se materializează, acest scenariu nu poate rămâne fără consecințe asupra creșterii economice în economiile emergente. Deja, începând din 2012, creșterea este încetinită în 70 la sută dintre economiile emergente, care au fost și sunt cele mai dinamice economii (Saxena, 2014).

Deocamdată, vedem că, deși reglementarea a fost întărită, în SUA o bulă s-a născut pe piața de capital, iar politica monetară ar putea fi întărită relativ curând, având în vedere că rata șomajului a scăzut la 5,8 la sută în octombrie 2014. Nu putem însă spune dacă aceste evoluții confirmă scenariul „bulelor salvatoare” sau dacă chiar cererea agregată de bază în SUA a revenit la niveluri care permit situarea sustenabilă a ratelor dobânzii la niveluri semnificativ mai mari ca zero.

Zona euro stagnează, cu unele dintre cele mai mari economii înregistrând scăderi în 2014. La șase ani de la criza financiară, nivelul ocupării este departe de nivelurile normale de dinainte de criză și inflația a coborât la 0,3 la sută. Japonia a arătat că, după un șoc profund al reducerii datoriilor (deleveraging), cererea poate avea nevoie de decenii pentru a reveni la potențial. Poate că evoluțiile ocupării forței de muncă, inflației și producției în Japonia sunt precursori ale evoluțiilor acelorași indicatori în SUA și zona euro.

La început, hedge fund-urile și agențiile de rating credeau că este doar o chestiune de timp până când datoria crescândă a Japoniei, finanțată la randamente foarte mici de japonezi, va duce la creșterea randamentelor. S-a sperat că Japonia va reveni la normal pentru a converge cu restul lumii în termeni de randamente, inflație și creștere economică. Astăzi se poate spune că economiile dezvoltate au ajuns la o convergență cu Japonia, cel puțin pentru șase ani după criza din 2008. Nu este exclus ca procesul început acum două decenii să fie doar la început și chiar și economiile emergente să convergă cu cea a Japoniei (Fig. 3).