

Cum pot atitudinile diferite față de inflație să zădărnicească visul european

În acest studiu arăt că angajamentul țărilor de a menține o rată de schimb fixă este nesustenabil dacă atitudinile lor față de inflație sunt diferite. Aceasta înseamnă că dacă aceste atitudini sunt diferite, două dintre soluțiile date trilemei de politică macroeconomică (cele care implică rata de schimb fixă) sunt nesustenabile. Atitudinile diferite față de inflație sunt expresia atitudinilor diferite față de competitivitate și reflectă preferințele naționale diferite referitoare la obiectivele creșterii economice, solidarității și sustenabilității, care sunt parametrizate în politicile economice ale statelor-națiuni.

În cazul în care țările se angajează să mențină rate de schimb fixe și conturi de capital deschise sau creează o uniune monetară, segregarea atitudinilor dă naștere unui mecanism care generează și perpetuează dezechilibre majore de cont curent între țări. Mecanismul plasează sistematic povara ajustării pe țările cu deficit, prin deflația salariilor și/sau a prețurilor în țările care au preferințe pentru inflații relativ mari și duce la scăderea eficienței politicii fiscale sau chiar la pierderea acestei politici pe măsură ce datoriile publice ca procent din PIB cresc și ajung să depășească niveluri relativ înalte. În final, dacă atitudinile față de inflație sunt diferite, angajamentul pentru rata de schimb fixă sau pentru zona monetară dispare, arătând că statele-națiuni sunt incompatibile cu integrarea monetară, contrazicând, în acest caz, una dintre afirmațiile trilemei politice a economiei mondiale a lui Rodrik (2000). Menținerea sustenabilă a angajamentului necesită renunțarea la statele-națiuni și federalizarea lor democratică.

În lumina afirmațiilor de mai sus, „federalismul executiv” (Habermas, 2011) creat după 2008 în zona euro nu este o soluție pentru supraviețuirea uniunii monetare. Acesta se poate dovedi folositor doar dacă a fost utilizat pentru a câștiga timp pentru crearea unei cereri reale din partea publicului pentru o federalizare democratică a zonei euro.

Introducere

Criza economică apărută în 2008 a schimbat perspectiva referitoare la ordinea și integrarea economică internațională. Înainte de criză, globalizarea părea să aibă mai degrabă efecte pozitive pentru economia lumii și era aproape neîndoios că gradul de integrare economică internațională va crește. În prezent, așa cum era de așteptat, această perspectivă s-a schimbat. Ca de fiecare dată după o criză financiară, și după criza din 2008, îndoielile privind beneficiile integrării financiare internaționale au crescut. Este greu de spus dacă integrarea economică internațională va intra într-o nouă fază de creștere sau dacă va intra într-o perioadă de stagnare sau restrângere și cât de mult ar dura aceasta din urmă.

Semnele referitoare la o posibilă schimbare a ordinii economice mondiale și la o fluctuație în gradul de integrare a economiei mondiale vin de la o serie de schimbări în politicile economice ale unor economii importante ale lumii. Pe de o parte, protecționismul a renăscut chiar în cea mai liberală economie din lume. Dacă se va extinde, el va slăbi cooperarea economică internațională, va reduce concurența economică și, în final, va încetini creșterea economică la nivel global. Pe de altă parte, după criza din 2008, o serie de măsuri care au fost destinate să întărească zona euro au ajuns în final să creeze noi îngrijorări nu numai în privința legitimității democratice a acestora, dar, așa cum voi arăta în ultima secțiune a acestui

studiu, chiar referitor la viitorul zonei euro, a cărei rațiune principală de a fi este aceea de a accelera comerțul în interiorul uniunii și, implicit, integrarea economică internațională.

Unii istorici ai economiei (e.g. Bordo și James, 2013; Eichengreen și Temin, 2010) cred că zona euro are același tip de vulnerabilități ca și standardul aur din perioada interbelică. Asemănarea vine de la faptul că, dată fiind moneda unică (ceea ce echivalează cu rate de schimb fixe între țările zonei), țările cu surplus de cont curent evită să crească rata inflației, lăsând cea mai mare parte a poverii ajustărilor în sarcina țărilor cu deficit, care nu au altă șansă decât să reducă salariile și prețurile. Alți economiști (e.g. Crafts, 2014), cred că presiunile pentru devalorizare și default în unele dintre țările zonei pot crește oricând, așa cum a fost cazul după criza din 2008, dar soluția la aceste probleme – o Europă federalizată democratic, cu o uniune bancară și o uniune fiscală – este politic imposibilă. Dacă o federalizare democratică este virtual imposibilă, atunci o „federalizare executivă” (Habermas, 2011), în care controlul politic rămâne la nivelul statelor, dar unele puteri de coordonare a politicilor economice și de monitorizare a acestora sunt transferate unor instituții tehnocrate care trebuie să urmeze proceduri dinainte stabilite și aprobate de guverne, este preferabilă disoluției (Crum, 2013).

În sfârșit, există și opinia că apariția și extinderea zonei euro este pur și simplu o eroare, dacă avem în vedere că publicul din țările membre nu dorește o uniune politică și fiscală. De exemplu, Mervyn King, fostul guvernator al Băncii Angliei, crede că „[t]ragedia uniunii monetare din Europa nu este că s-ar putea prăbuși ci că, dat fiind gradul de angajare politică a liderilor din Europa, uniunea ar putea persista, aducând stagnare economică celui mai mare bloc valutar din lume și întârziind redresarea economiei globale. Această uniune monetară este cheia dezechilibrului manifest la nivel global în ziua de azi.” (King, 2017, p. 257). Mecanismul prin care euro poate crea stagnare pentru membrii zonei este generat de „problemele de runda a doua” (Eichengreen și Temin, 2010), pe care le creează ratele de schimb fixe sau o monedă pe care o au în comun mai multe state-națiune, chiar dacă problemele din runda întâi, care duc la apariția crizei, sunt rezolvate prin politici monetare și fiscale. De exemplu, o problemă de runda a doua este aceea că rata de schimb fixă nu poate duce la stimularea cererii prin creșterea expoturilor, după ce din cauza unor probleme de runda întâi, cum ar fi spargerea unei bule a prețurilor activelor, cererea internă se prăbușește.

Pentru a evalua rezultatele la care pot duce creșterea protecționismului sau reformele instituționale din zona euro, în acest studiu utilizăm informațiile pe care le fac, împreună, „trilema de politică macroeconomică” și „trilema politică a economiei mondiale” a lui Rodrik (2000). În cazul trilemei de politică macroeconomică, dintre trei obiective – rată de schimb fixă, capitaluri mobile și autonomie monetară – numai două pot fi alese și menținute în mod sustenabil. Conform trilemei politice a economiei mondiale a lui Rodrik (2000), integrarea economică este compatibilă fie cu statele-națiuni, fie cu politica democratică. În secțiunea a doua arăt că în orice țară apar, în timp, obiective sociopolitice pentru a căror rezolvare guvernele au nevoie să schimbe soluția dată trilemei, noua soluție incluzând unul dintre obiectivele respinse în vechea soluție. În secțiunea a treia introduc ipoteza că segregarea atitudinilor față de inflație între țările care se angajează să mențină rate de schimb fixe sau să aibă o monedă unică duce la abandonarea soluției date trilemei de politică macroeconomică. În sprijinul acestei ipoteze, în următoarele două secțiuni arăt că atât timp cât atitudinile față de inflație au fost similare, standardul aur și sistemul de la Bretton-Woods, care au reprezentat două soluții diferite date trilemei de politică monetară, au rămas funcționale. Totuși, odată ce atitudinile față de inflație s-au segregat, ele au dus la înlocuirea celor două soluții date trilemei. În secțiunea a șasea arăt că, în zona euro, atitudinile diferite față de

inflație stau la baza unui mecanism care perpetuează dezechilibrele de cont curent și, în final, indisponibilizează politica fiscală a țărilor în perioade de recesiune. În secțiunea a șaptea arăt că dacă atitudinile față de inflație sunt segregate, atunci zona monetară și statele-națiune nu pot coexista sustenabil, cum predicționează trilema politică a lui Rodrik, integrarea monetară sustenabilă fiind posibilă numai cu federalizarea democratică a zonei euro. În secțiunea a opta prezint concluziile

Sucesiunea implicită din propoziția trinității imposibile

Obstfeld și Taylor (2003, p. 122) au folosit cadrul trilemei de politică macroeconomică sau, în denumirea ei alternativă, propoziția trinității imposibile, pentru a explica evoluția teoriilor referitoare la modul în care a evoluat mobilitatea internațională a capitalului. Ei au demonstrat cu date statistice și fapte istorice că, datorită caracterului competitiv al alegerilor de politică economică pe care îl implică, trilema are puterea de a explica multe sușuri și coborâșuri ale pieței de capital în secolul al XX-lea. În această secțiune suntem interesați să analizăm în ce măsură, dat fiind caracterul conflictual al obiectivelor, schimbarea unei soluții date trilemei are cauze interne sau, dimpotrivă, cauze externe trilemei. În primul caz ar trebui să vedem că măcar unul dintre cele două obiective alese în cadrul soluției nu se realizează în practică, dacă ipotezele pe care se bazează propoziția trinității nu sunt îndeplinite.

În cel de-al doilea caz ar trebui să înțelegem că prioritizarea obiectivelor este exterioară trilemei, determinată de cauze mai profunde. Aceste cauze mai profunde duc, așa cum voi arăta, la diferențele în atitudinea față de inflație și la efectele negative pe care acestea le generează și la care m-am referit în introducere. În această secțiune ne interesează în special modul în care se trece de la o soluție la alta într-o țară, din moment ce aceste treceri individuale, din fiecare țară, duc la schimbarea ordinii economice, lărgind sau îngustând perspectivele referitoare la integrarea economică.

Trinitatea imposibilă afirmă că țările nu pot menține concomitent rate de schimb fixe, conturi de capital deschise și politici monetare independente. Această afirmație are la bază paritatea neacoperită a ratelor dobânzii și condițiile de arbitraj existente pe piețele internaționale. Ea prezumă că rata dobânzii pe termen scurt reflectă cu fidelitate exclusiv condițiile monetare și financiare interne. Pe baza acestei prezumții, trilema lasă loc la trei opțiuni privind cele două obiective ce pot fi menținute în mod sustenabil: a) o rată de schimb fixă și capitaluri mobile (obiectivul politicii monetare independente este respins); b) o rată de schimb fixă și politică monetară independentă (obiectivul capitalurilor mobile este respins); și c) o politică monetară independentă și mobilitatea capitalurilor (obiectivul ratei de schimb fixe este respins). Acest rezultat furnizat de teoria macroeconomică a unei economii deschise a fost intuit de Keynes (1930), înțeles și menționat de Friedman (1953), definit clar și formalizat de Mundell (1963) și Fleming (1962) și botezat cu expresia folosită și în acest studiu, și anume „trilema de politică macroeconomică”, de Obstfeld și Taylor (1997).

În practică, cele trei opțiuni prezentate au grade de realism diferite. Nu există nicio îndoială că opțiunea pentru a menține rata de schimb fixă și mobilitatea capitalurilor este incompatibilă cu o politică monetară independentă. În acest caz, rata dobânzii interne ar reflecta permanent condițiile monetare și financiare internaționale. Totuși, este discutabil dacă, în practică, sunt îndeplinite condițiile pentru ca celelalte două opțiuni să aibă tracțiune totală. Opțiunea b), în care independența politicii monetare este asigurată de o rată de schimb fixă și de controlul capitalurilor este discutabilă, deoarece există limite administrative și/sau politice privind controlul capitalurilor. Cu capitaluri care reușesc să învingă controalele, rata

dobânzii interne nu mai reflectă fidel condițiile monetare și financiare interne, ceea ce înseamnă că și politica monetară nu este complet independentă, cum asumă trilema. Și opțiunea c), în care independența politicii monetare este asigurată de o rata de schimb flexibilă și de mobilitatea deplină a capitalurilor a fost pusă recent la îndoială. În acest caz, globalizarea finanțelor și imperfecțiunile de pe piețele financiare permit ca politicile monetare ale unor țări cheie ale economiei mondiale să afecteze condițiile monetare și financiare ale altor țări, chiar dacă, pentru acestea din urmă, ratele de schimb sunt flexibile și capitalurile sunt mobile, reducând astfel independența politicilor monetare respective (Rey, 2018).

Neîndeplinirea în practică a condițiilor pe care se fondează trilema ar fi suficientă pentru a respinge înseși existența trilemei. Totuși, este dificil de făcut acest lucru, din moment ce paritatea neacoperită a ratelor dobânzii tinde să se comporte pe piețele financiare internaționale aproape ca o lege a naturii. Chiar și în cazul în care independența politicii monetare este afectată de ineficiența controalelor de capital, în cazul soluției b), sau de politicile monetare ale unor economii importante pentru că flotarea liberă nu este suficientă pentru a proteja condițiile monetare și financiare de influențele externe care ar veni, de exemplu prin canalul creditului sau al asumării riscului, în cazul soluției c), trebuie evaluat dacă magnitudinea fenomenului este relevantă. Studiile care măsoară aceste magnitudini nu sunt încă convingătoare. Din această perspectivă, este dificil de spus că o soluție dată trilemei este înlocuită de guverne cu o alta din cauza că ratele dobânzii nu reflectă strict condițiile monetare și financiare interne. Mai degrabă, dacă ar avea această problemă, guvernele ar identifica noi măsuri, cum sunt cele prudențiale, care să fie folosite pentru a administra situațiile (de exemplu o superactivare a canalului creditului alimentat de intrări de capitaluri) în care rata dobânzii nu ar fi suficientă pentru a asigura independența deplină a politicii monetare.

Ideea pe care o susțin este aceea că o soluția dată trilemei este înlocuită pentru că guvernele nu o pot susține la nesfârșit. Cauza pentru care guvernele nu pot menține indefinit o anumită soluție nu este o incapacitate administrativă a acestora. Cauza constă în aceea că cele două obiective alese în cadrul unei soluții nu sunt incompatibile numai cu obiectivul defavorizat (respins), ci are și „incompatibilități exterioare” trilemei, cu obiective care nu sunt acoperite de trilemă, dar care cer o nouă prioritizare a obiectivelor, adică o nouă soluție pentru trilemă. De exemplu, Bordo și James (2013) au arătat că rata de schimb fixă (sau o monedă unică într-o uniune monetară) și mobilitatea capitalurilor sunt incompatibile nu numai cu politica monetară autonomă, dar și cu stabilitatea financiară și democrația. În terminologia pe care am propus-o aici, stabilitatea financiară și democrația sunt incompatibilitățile exterioare ale obiectivelor favorizate în soluția dată trilemei de politică monetară.

Obiectivele în legătură cu care apar incompatibilitățile reziduale pot fi prezente la momentul adoptării soluției sau pot apărea ca rezultat al unor cauze sociopolitice. În măsura în care problemele rezultate din incompatibilitățile reziduale se acumulează pe scară largă și generează costuri pentru marea majoritate a participanților la ordinea economică existentă, atunci cresc presiunile politice pentru schimbarea soluției date trilemei.

În consecință, cauza profundă a schimbării unei soluții date trilemei de politică macroeconomică este întotdeauna exterioară trilemei. Cauzele profunde pentru care guvernele aleg o soluție sau alta a trilemei sunt sociopolitice și tehnologice, cu cele dintâi dominând. Într-o sinteză făcută de Obstfeld și Taylor (2003) după Cohen (1996) acestea din urmă includ competiția politică între guverne pentru a promova interesele de stat (orice ar

însemna acest lucru), rivalitățile politice la nivelul fiecărei țări, ideologia și, în fine, progresele în cunoașterea economică. Totuși, alegerea unei soluții nu este independentă de trilemă. Noua soluție trebuie să favorizeze noile obiective impuse de cauzele sociopolitice care au determinat renunțarea la vechea soluție, cât și constrângerea pe care trilema o impune pentru alegerea regimului monetar.

O nouă soluție înseamnă, în esență, rezolvarea trilemei de politică macroeconomică în favoarea unui obiectiv respins în vechea rezolvare. Standardul aur a apărut pentru că guvernele au dorit să renunțe la autonomia monetară (obiectiv respins) pentru a putea menține rate de schimb fixe și conturi de capital deschise. Așa cum vom arăta, soluția a ținut la izolarea politicii monetare de intervenția guvernelor. Acordul de la Bretton-Woods a apărut pentru că guvernele au ales să închidă conturile de capital, chiar dacă acest lucru s-a dovedit destul de aproximativ, pentru a putea menține rate de schimb fixe și a da independență politicii monetare (obiectivul respins în vechea soluție) în sprijinirea unor obiective interne de politică. În fine, după o perioadă de tranziție între 1968 și 1973, țările au ales să renunțe la ratele fixe de schimb pentru a putea menține rate de schimb flotante (obiectivul respins în vechea soluție), care să le izoleze de șocurile externe de politică monetară, și politici monetare autonome, care să ajute la stabilizarea producției și ocupării. Milton Friedman a explicat încă din 1953 că noul regim are nevoie de o regulă de politică monetară, care să rezulte în stabilitate monetară, fără de care apare atât instabilitatea prețurilor și a veniturilor reale, cât și instabilitatea ratelor nominale de schimb. Totuși, această lecție a fost învățată treptat, țările cele mai avansate conducând procesul. În aceste țări, spre sfârșitul anilor 1980, inflația joasă, independența băncilor centrale și urmarea de reguli coexistau (Bordo și Schenk, 2017).

Având aceste precizări făcute, putem utiliza soluția curentă dată trilemei de țările occidentale pentru a analiza în ce măsură există, în prezent, conflicte între diferitele soluții date trilemei în diverse țări, sau interacțiuni între presiunile politicile interne din unele economii și soluția dată trilemei inclusiv pentru a da unele răspunsuri la întrebarea de ce crește protecționismul

De exemplu, unele țări occidentale ar putea considera că actuala soluție dată trilemei pentru majoritatea economiilor occidentale dezvoltate – rata de schimb flexibilă, politică monetară autonomă și contul deschis de capital – intră în conflict cu soluția dată de unele economii asiatice trilemei. Între aceste țări, numai Japonia a rezolvat trilema ca și țările occidentale dezvoltate. Hong Kong și China au monedele legate de dolarul SUA, ceea ce le avantajează exporturile în raport cu această țară, iar Brunei Darussalam are moneda legată de dolarul Singaporez. În rest, cele mai multe economii est-asiatice au politici monetare independente, mențin unele restricții asupra capitalurilor și o anumită flexibilitate a ratelor de schimb (Morgan, 2013, p. 23).

Practicile protecționiste la care au apelat recent SUA pot fi considerate ca rezultat al interacțiunii dintre presiunile politice interne și trilemă, ducând la o încălcare a constrângerii pe care trilema o impune. Mai precis, practicile protecționiste echivalează cu o reducere a flexibilității ratei de schimb și, astfel, a rolului său de semnal în alocarea resurselor, în condițiile în care capitalurile rămân mobile și politica monetară țintește să fie independentă.

Dintr-o altă perspectivă, s-ar putea spune că actuala soluție dată de țările occidentale trilemei redefineste în mod subtil obiectivul intern pe care îl favorizase soluția dată trilemei prin sistemul de la Bretton-Woods. Mai precis, în unele țări occidentale din Europa, obiectivul stabilității producției și a ocupării, central în vechea soluție, este secundar în actuala soluție

care are în centru politici monetare strict antiinflaționiste, care, în anumite condiții (Blanchard și Gali, 2008) pot rezulta în variații ample ale producției și ocupării.

Este foarte posibil ca o viitoare soluție la trilema de politică macroeconomică în țările occidentale să caute fie să restabilească rolul central pentru obiectivul stabilizării producției și ocupării, care a fost „alterat” prin concepții orientate mult prea ferm spre controlul inflației, cum ar fi țintirea inflației, fie să caute să restabilească rolul central pentru rata fixă de schimb. Această din urmă soluție pare astăzi mai puțin probabilă, dar creșterea protecționismului arată nostalgia pe care rata fixă de schimb reușește să o creeze.

În fine, soluția actuală (rate de schimb flexibile, politică monetară independentă și capitaluri mobile) poate crea probleme țărilor mici, care odată inundate cu capitaluri, se confruntă cu inflație, în ciuda faptului că rata de schimb se apreciază în termeni nominali, reducând competitivitatea exportatorilor. În această situație, o creștere a ratei dobânzii ar duce la noi intrări de capitaluri, care dacă duc la creșterea producției peste potențial alimentează anticipațiile inflaționiste, iar o reducere a ratei dobânzii ar duce de asemenea la creșterea anticipațiilor inflaționiste, ceea ce în final echivalează cu pierderea independenței politicii monetare.

Trinitatea imposibilă, trilema politică a economiei mondiale și atitudinile față de inflație

În secțiunea precedentă am insistat pe ideea că soluția dată de o țară trilemei de politică macroeconomică este o alegere politică ce depinde de cauze adânci sociopolitice. Obiectivele asupra cărora se exercită decizia politică sunt conflictuale, astfel că trebuie alese obiective compatibile între ele. În final, alegerea soluției la trilema de politică macroeconomică de către o țară este o decizie politică informată de propoziția trinității imposibile.

Deciziile țărilor referitoare la soluția dată trilemei sunt rareori luate fără a considera obiectivele referitoare la ordinea economică internațională și la perspectivele integrării economice internaționale. De exemplu, deciziile țărilor pentru crearea sistemului de la Bretton-Woods sau pentru înființarea Uniunii Monetare Europene nu au fost numai decizii politice informate de propoziția trinității imposibile referitor la cele trei opțiuni privind combinațiile posibile între regimurile ratei de schimb, capitalurilor și independența politicii monetare, ci au fost decizii care au vizat o anumită ordine economică și o anumită perspectivă referitoare la integrarea monetară. În urma acestor decizii informate, țările lumii adoptă una dintre soluțiile trilemei de politică macroeconomică. Distribuția țărilor lumii după cele trei tipuri de soluții sustenabile date trilemei și acordurile și tratatele economice, financiare și monetare generate în jurul acestora definesc ordinea economică internațională. O schimbare majoră în distribuția țărilor după soluția dată trilemei duce la o schimbare majoră în ordinea economică internațională.

Totuși, o schimbare a ordinii economice nu înseamnă automat o maximizare a integrării economice internaționale (a globalizării economiei). Pentru a crește, integrarea economică internațională are nevoie de piețe din ce în ce mai libere de restricțiile care vin de la jurisdicțiile (statele) naționale referitoare la tranzacții economice și financiare. Astfel, creșterea integrării economice depinde de identificarea formelor prin care se poate restricționa influența politicului asupra politicilor economice și, prin intermediul acestora, asupra piețelor. Sau, privind dinspre piețe spre politici economice, trebuie găsite căile prin care piețele internaționale își pot transpune cerințele privind competitivitatea în parametrii

politicilor economice, astfel încât integrarea economică să continue și să se stabilizeze la niveluri înalte. Aceste căi depind de modul în care înțeleg statele-națiuni să rezolve problema.

Prin analogie cu trilema de politică macroeconomică, Rodrik (2000) a propus „trilema politică a economiei mondiale”. Unul dintre nodurile acestei trileme este integrarea economică, iar celelalte două sunt statele-națiuni și politicile democratice (mass politics). Trilema lui Rodrik informează că nu se pot menține concomitent integrarea economică internațională, state-națiuni și politica democratică. Integrarea economică internațională este compatibilă cu state-națiuni în care instituțiile responsabile pentru diverse politici economice (bănci centrale, autorități fiscale) sunt izolate de factorul politic. Reprezentativ este standardul aur, care nu a mai putut fi menținut atunci când nu s-a mai putut asigura o izolare adecvată a politicilor economice naționale față de factorul politic.

De asemenea, în viziunea lui Rodrik (2000), integrarea economică este compatibilă cu democrația de masă, în care, deși nu dispar, statele-națiuni își reduc rolul pentru a face loc federalismului la nivel global, care înseamnă că „jurisdicțiile naționale nu interferează cu arbitrajul pe piețele de bunuri, servicii și capital”, iar politicul nu s-ar restrânge ci doar „s-ar reloca la nivel global”. Aceasta pare să fie soluția corectă economic și politic pentru zona euro, numai că relocarea la nivel global a politicului printr-o uniune politică nu pare să fie deocamdată dorită de public. În fine, conform trilemei politice a economiei mondiale, dacă integrarea economică internațională este sacrificată, atunci poate exista o combinație între statele-națiuni și politica democratică, cum s-a întâmplat în perioada sistemului de la Bretton-Woods, care a însemnat punerea integrării economice mondiale pe scaunele din spate.

În lumina celor două trileme, în secțiunile care urmează voi analiza, așa cum am precizat încă din introducere, regimul standardului aur, sistemul de la Bretton-Woods și zona euro pentru a susține două afirmații: prima este aceea că, deși decizia de trecere de la o soluție a trilemei de politică macroeconomică la alta este politică, în țările care s-au angajat să mențină rate de schimb fixe, abandonarea soluției este în final determinată de segregarea atitudinilor față de inflație. Așa cum voi arăta în continuare, este improbabil ca toate țările participante la soluția dată trilemei de politică macroeconomică prin angajamentul de a menține o rată fixă de schimb să aibă preferințe similare față de obiective sociopolitice (obiective exterioare trilemei) a căror diversitate poate fi sintetizată, în opinia mea prin referire la „creștere economică, solidaritate și sustenabilitate” (Crum, 2013, 618), odată ce aceste obiective apar pe agenda guvernelor. Este probabil ca aceste preferințe, care au rădăcini profunde în rețelele sociale și politice din țările respective să fie diferite, reflectându-se în atitudini diferite față de inflație. Acestea constituie cauza pentru care statele-națiuni nu reușesc, toate în aceeași măsură, să faciliteze transpunerea cerințelor pieței privind competitivitatea în parametrii politicilor economice naționale, ceea ce duce la perpetuarea atitudinilor diferite față de inflație. A doua afirmație pe care o susțin, care este o consecință a primei afirmații și pe care o voi explica detaliat în penultima secțiune, este aceea că atitudinile segregate față de inflație fac imposibilă integrarea monetară sustenabilă bazată pe state-națiuni.

Înainte de a argumenta cele două afirmații în secțiunile următoare, este utilă precizarea că atitudinea față de inflație nu este altceva decât o formă de manifestare a atitudinii sociale față de competitivitatea firmelor. Teoria nekeynesistă definește inflația ca pe o sumă actualizată pe un orizont infinit a anticipațiilor referitoare la devierea costurilor marginale de la nivelul lor natural. Atitudinea față de inflație este, în consecință, o reflectare a atitudinilor față de aceste abateri neobservabile de la competitivitate ale firmelor. Abaterile costurilor marginale de la nivelurile naturale depind de șocuri în preferințele consumatorilor, în tehnologie, în

cheltuielile guvernamentale reale și în forța de muncă. Atitudinea față de inflație se formează în timp, sub influența combinată a politicilor economice ale statelor-națiuni (care pot prefera libertatea față de intervențiile guvernamentale sau, invers, intervenția guvernelor în economie), a factorilor socio-culturali-educaționali-politici și a încrederii în supraviețuirea instituțiilor unui stat (înțelese ca reguli scrise administrate de organizații sau ca reguli morale, admise pe scară largă în societate). Astfel, statele-națiune pot avea atitudini persistente semnificativ diferite față de inflație.

Diferențele în atitudinea față de inflație pot fi devastatoare dacă soluția la trilema de politică monetară este în favoarea ratei de schimb fixe, indiferent dacă politica monetară este independentă (ca în cazul sistemului de la Bretton-Woods) sau nu (ca în cazul standardului aur sau al zonei euro). Așa cum voi arăta în secțiunea a șaptea, efectul este maxim atunci când un număr de state-națiuni agreează să fie parte dintr-o uniune monetară, deoarece, cu aceeași rată a dobânzii, atitudinile diferite față de inflație măresc diferențele dintre inflații, ceea ce va adânci segregarea atitudinilor față de inflație și, la nivelul profund, față de nivelurile competitivității și a atitudinii față de competitivitate ale țărilor. Diferența în atitudinile față de inflație în cadrul unei uniuni monetare formate din diferite state-națiune a fost rareori explicit considerată o „problemă fundamentală” (King, 2017, p. 221) sau „un defect fundamental, chiar fatal” (Walter, 1986, p. 127).

Cu rate de schimb fixe și atitudini segregate față de inflație și competitivitate apar două rezultate posibile cu privire la ordinea economică generată de soluția dată trilemei în favoarea ratei fixe. Fie diferențele de bunăstare și dezechilibrele dintre țările se vor accentua, ducând la destrămarea ordinii economice, fie ordinea economică se va destrăma sub presiunea care poate veni atât de la țările relativ sărace, fie de la țările relativ bogate, încă înainte ca dezechilibrele să se ajusteze brutal. În sistemul de la Bretton-Woods, ordinea economică s-a destrămat înainte ca diferențele de bunăstare să se accentueze până la a determina corecții necontrolate. Pentru standardul aur și pentru zona euro, atitudinile diferite ale țărilor față de inflație au dus la segregarea lor în țări cu deficite de cont curent și țări cu surplus. Aceste dezechilibre nu pot fi reduse prin cooperare; astfel, în cazul unei crize, cea mai mare parte din povara ajustării ar cădea în sarcina țărilor cu deficit, prin devalorizări interne. Așa cum voi sublinia în ultima secțiune, soluția pentru a evita stagnarea în zona euro nu poate fi decât federalizarea democratică a Uniunii Europene.

Standardul aur și atitudinea față de inflație

Standardul aur a oferit un mecanism prin care, până la Primul Război Mondial s-a asigurat compatibilitatea între două tipuri de obiective ale țărilor: un obiectiv intern și un obiectiv extern. Obiectivul intern a fost înțeles de-a lungul timpului fie ca o constrângere automată și impersonală impusă politicii monetare, în linie cu gândirea Currency School, de a da o valoare fixă în aur monedei fiduciare, fie ca o regulă de politică monetară (Bordo and Kydland, 1995), în termenii moderni definiți de Kydland și Prescott (1977). În oricare variantă, obiectivul intern a fost acela de a împiedica autoritatea monetară să implementeze o politică discreționară, adică inconsistentă în timp.

Deoarece fixarea valorii monedei în termenii cantității de aur a ținut la disciplinarea politicii monetare și fiecare țară a aderat la standardul aur (sau la orice alt standard implicând convertibilitatea în metale prețioase) în mod liber, rezultă că obiectivul intern a fost primordial în raport cu cel extern. Țările nu și-au fixat moneda în termenii cantității de aur în

vederea participării la standardul aur, ci apariția standardului aur a devenit posibilă pentru că țările au dorit o anumită regulă care să guverneze politica monetară.

Obiectivul extern a fost asigurarea unui sistem stabil de schimburi economice internaționale. Acest obiectiv general a rezultat în două obiective operaționale. Pe de o parte, a existat obiectivul garantării că ratele de schimb între monedele țărilor participante rămân fixe sau variază în limite foarte strânse, numite punctele aurului. Pe de altă parte, standardul aur a avut ca scop să garanteze echilibrarea automată a balanțelor de plăți, pentru a evita acumularea de dezechilibre externe care să pună în pericol extinderea comerțului mondial. Din această perspectivă, standardul aur a fost un sistem de cooperare și coordonare în domeniul monetar între țările participante conceput fără organizații internaționale de coordonare. Atât timp cât a funcționat, cooperarea și coordonarea a favorizat extinderea comerțului mondial și creșterea economică.

Pentru a atinge concomitent obiectivul intern, de izolare a politicilor economice de influența politică, și cel extern, de extindere a integrării economice internaționale, mecanismul a avut nevoie de trei reguli: (i) fixarea prețului monedelor în termenii cantității de aur. În acest scop, autoritatea monetară trebuia să cumpere și să vândă în mod nerestricționat aur. Această obligație garanta consistența în timp a politicii monetare; (ii) circulația aurului între țări trebuie să fie liberă; și (iii) conectarea cantității de bani la evoluțiile din balanțele de plăți ale țărilor participante. Această conectare însemna, pe de o parte că țările care aveau deficite pierdeau aur și reduceau oferta de bani în mod corespunzător. Pe de altă parte, ea însemna că țările cu surplus câștigau aur și creșteau oferta de bani în mod corespunzător.

Cele trei reguli au fost un răspuns corect la problema „trinității imposibile”. Primele două reguli asigură că există o rată de schimb fixă implicită între monede și că deviațiile ratelor efective de schimb de la rata implicită nu sunt mai mari decât costul tranzacționării monedelor indirect, prin intermediul aurului (comisioane pentru cumpărarea loco a aurului și vânzarea lui la destinație, costul cu transportul aurului, dobânzi pierdute pe perioada transportului, asigurarea transportului etc).

Cea de-a treia regulă garantează că, dacă acoperirea cu aur a monedelor este de sută la sută, în cele din urmă, în mod automat, orice dezechilibru al balanței de plăți va fi corectat. David Hume (1752) a explicat că în țările care pierdeau aur și reduceau oferta de bani, prețurile scădeau, făcând exporturile mai ieftine, adică mai competitive, și importurile mai scumpe. În final, aceasta ducea la reinstaurarea echilibrului. În țările cu surplus, creștere ofertei de bani ducea la creșterea prețurilor, adică făcea exporturile mai scumpe și importurile mai ieftine, reinstaurând echilibrul.

Ne interesează să subliniem că ajustările care au loc în cadrul standardului aur sunt, în cele din urmă, ajustări în prețuri, acestea din urmă fiind presupuse a fi flexibile (implicit salariile sunt flexibile) și stabilite pe piețe competitive. În esență, a fi competitiv înseamnă a produce mai ieftin decât competitorii. Dată fiind această legătură între prețuri și competitivitate, ajustările în prețuri, sunt, în esență, ajustări ale competitivității. Țările cu deficit, care pierdeau aur, pierdeau competitivitate internă, adică înregistrau o creștere a inflației și a anticipațiilor inflaționiste. Acestea reduceau rata reală a dobânzii și stimulau consumul și investițiile, lărgind deficitul. Pentru a reduce deficitul de cont curent, țările trebuiau în final să reducă prețurile, adică să-și crească competitivitatea. Țările cu surplus, care câștigau aur, câștigau competitivitate internă, adică înregistrau o scădere a inflației și a anticipațiilor inflaționiste și, astfel, o creștere a ratei reale a dobânzii, stimulând economisirile. Pentru a

reducere surplusul de cont curent, țările aveau nevoie de o creștere a prețurilor, adică de o reducere a competitivității.

Prin ajustarea prețurilor, valoarea internă *de facto* a monedei, adică acea valoare influențată și de politici, se aliniaza la valoarea *de jure* (externă), stabilită ca rată de schimb fixă față de alte monede. În acest sens, ajustarea în nivelul prețurilor interne înseamnă ajustare în competitivitatea internă (*de facto*). Întrucât competitivitatea internă crește în țările în care prețurile scad de la nivelurile relativ înalte care au dus la deficit și scade în țările în care prețurile cresc de la nivelurile relativ joase care au dus la surplus, rezultă că standardul aur a fost un mecanism ce ținea să asigure convergența în ceea ce privește competitivitatea și inflația țărilor participante. Standardul aur a fost un mijloc prin care țările au încercat să se asigure de o atitudine comună privind inflația.

Expresia formală a atitudinii comune față de inflație este regula (iii) a standardului aur – care cere ca schimbările în oferta de bani să reflecte strict schimbările în cantitatea de aur. Pentru ca această cerință să fie îndeplinită, băncile centrale trebuiau să aibă stimulentele pentru a se abține de la sterilizarea efectelor monetare ale fluxurilor de aur. Cu toate acestea, structura stimulentele conținută în standardul aur împotriva sterilizărilor a fost asimetrică.

Pe de o parte, existau penalități implicite pentru țările cu deficit. Mai precis, ele trebuiau să se ajusteze dacă doreau să rămână în standardul aur, iar ajustarea însemna deflație. Deflația era penalizarea pentru pierderea rezervelor de aur, care echivala cu pierderea capacității de a menține valoarea internă (*de facto*) a monedei la valoarea de iure. Din acest motiv, era aproape garantat că băncile centrale din țările cu deficit nu ar steriliza efectele monetare ale deficitului de rezerve de aur. Dimpotrivă, pentru a restabili echilibrul, băncile centrale erau nevoite să reducă oferta de bani pentru a reduce prețurile, ieftinind astfel exporturile și scumpind importurile. Deficitul balanței de plăți reflecta, în cele din urmă, prețuri relative prea mari.

Pe de altă parte, nu exista însă nicio penalizare pentru țările care sterilizau efectele monetare ale surplusului de aur, definit ca diferență între, pe de o parte, cerința referitoare la rezervele de aur necesare pentru acoperirea emisiunii monetare, și, pe de altă parte rezervele de aur în exces față de această cerință (rezervele libere). Există doar o pierdere de venituri din dobânzi, generată de nereflectarea cantității de aur în bani. Lipsa unui stimulent sau a unei constrângeri care să garanteze că băncile centrale din țările cu surplus, care câștigau rezerve de aur libere, ar fi dorit să crească oferta de bani în linie cu creșterea rezervelor libere a fost o slăbiciune a standardului aur, având în vedere că pentru a restabili echilibrele la nivel global, era necesar ca mecanismul de ajustare a deficitelor să funcționeze concomitent în țările cu deficit și în țările cu surplus.

Asimetria menționată nu s-a manifestat înainte de Primul Război Mondial deoarece condițiile de funcționare perfectă ale standardului aur – flexibilitatea prețurilor, existența piețelor competitive și indiferența autorităților față de alte obiective decât asigurarea parității cu aurul – au fost îndeplinite. Totuși, după încheierea conflagrației mondiale, au avut loc două evoluții care au determinat, pe de o parte, manifestarea asimetriei stimulentele privind sterilizarea și, implicit, scindarea între țări referitoare la atitudinea față de inflație, iar pe de altă parte, apariția unui nou obiectiv intern, vizând stabilitatea producției și a ocupării forței de muncă.

Prima evoluție – aceea care a dus la manifestarea asimetriei stimulentele privind sterilizarea și implicit la apariția sciziunii țărilor în privința atitudinilor față de inflație – a fost aceea că,

după 1922, unele țări relevante pentru standardul aur au reintrat în sistem la rate de schimb subevaluate, cum a făcut, de exemplu, Franța, iar altele, cum ar fi, de exemplu, Anglia, au reintrat la rate de schimb supraevaluate. Subevaluarea a stimulat exporturile, ceea ce le-a permis țărilor respective să acumuleze mai mult aur. Băncile centrale din țările cu surplus de cont curent, care reintraseră în sistem cu rate de schimb subevaluate au găsit benefic să mențină acest avantaj prin sterilizarea efectelor monetare ale aurului, nepermițând prețurilor să crească conform regulilor.

Franța, care acumulasă în general cantități mari de aur, acumulare care s-a accelerat după 1927, odată cu revenirea de facto la standardul aur în 1926 și de iure în 1928, a sterilizat masiv odată ce Marea Depresiune a început (Eichengreen and Temin, 2013). În SUA, banca centrală, în care teoria cantitativă a banilor pierduse teren în fața doctrinei „Real Bill”, a fost preocupată de inflația care ar fi putut apărea din boom-ul pieței de capital, reducând oferta de bani (sterilizând) în 1929. Practic, băncile centrale din aceste țări au devenit preocupate de stabilitatea prețurilor.

Preocuparea țărilor cu surplus pentru păstrarea inflației la un nivel mai redus decât cel ce rezulta din aplicarea regulii (iii) a însemnat abandonarea regulii de politică monetară conținută în standardul aur, adică a angajamentului autorităților ca politicile lor să rămână consistente în timp. Celelalte reguli ale standardului aur nu au fost însă abandonate, astfel că, pentru o scurtă perioadă înainte de abandonarea standardului aur, țările cu surplus au încercat să mențină concomitent stabilitatea ratei de schimb, autonomia politicii monetare și mobilitatea capitalului. Această încercare nereușită s-a făcut în virtutea ideologiei (numită de Eichengreen and Temin (1997, 2010b), „gold standard mentalité”) formată mai ales pe baza experienței din perioada 1880-1916, conform căreia, menținerea standardului aur este o condiție a prosperității.

Sciziunea în atitudinile față de inflație, materializată în sterilizările menționate, a făcut ca întreaga povară a ajustărilor să cadă în sarcina Angliei și Germaniei, care aveau deficite de cont curent relativ mari. Politicile monetare discreționare au fost folosite de țările cu surplus pentru a evita pierderea temporară de competitivitate internă pe care o creștea buna funcționare a standardului aur. Altfel spus, țările cu surplus făceau ceea ce se numea atunci „beggar thy neighbor”.

Atitudinile diferite față de inflație ale țărilor au făcut posibil ca problemele apărute la sfârșitul anilor 1920 în Germania și SUA să se extindă și la alte țări. Scăderea ofertei de bani în țările cu deficit (firească din perspectiva standardului aur) s-a combinat cu oferta insuficientă (din perspectiva standardului aur) de bani din țările cu surplus (SUA și Franța), pentru a duce la scăderea cererii la nivel global. Friedman and Schwartz (1963) și Hamilton (1987) au spus că politica monetară restrictivă a SUA a extins problemele din din acea țară în toate celelalte țări, care în cea mai mare parte nu s-au putut relansa economic, ca și SUA, până când nu au renunțat la standardul aur.

A doua evoluție la care m-am referit mai sus – ce care a dus la apariția obiectivului stabilității producției și ocupării forței de muncă – a fost creșterea dimensiunii firmelor și a sindicatelor, pe de o parte, iar pe de altă parte creșterea imixtiunii guvernelor în economie. Lăsând pentru moment deoparte influența guvernelor, expansiunea dimensiunii firmelor și a sindicatelor a fost suficientă pentru a altera o condiție cheie a bunei funcționări a standardului aur – competitivitatea piețelor. Competiția astfel alterată pe piața bunurilor și a muncii, a redus flexibilitatea prețurilor și a salariilor, care anterior permisesse ca ajustările necesare reducerii

dezechilibrelor din balanțele de plăți, adică ajustările în competitivitate, să aibă efecte relativ mici asupra producției și ocupării (adică asupra stabilității interne).

Sindicatele puternice, extinderea democrațiilor de masă și costurile crescânde în termeni de șomaj și nivel al producției ale ajustărilor generate de standardul aur împins țările occidentale să-și revizuiască relația dintre politic și politicile economice naționale. Încă din 1953, Milton Friedman a subliniat în eseuul său „The Case for Flexible Exchange Rate” că în perioada de glorie a standardului aur, adică până la izbucnirea Primului Război Mondial, între libertatea față de intervențiile guvernamentale, inclusiv față de politicii monetare dependente de guvern, și stabilitatea internă, înțeleasă ca stabilitate a producției și a ocupării, țările occidentale au optat pentru prima.

Totuși, după ce concepția că economia capitalistă este inerent instabilă (promovată mai întâi de Irvin Fisher (1932, 1933), cu un succes minor, și apoi cu un succes răsunător de Keynes (1936)) a devenit predominantă, opțiunea s-a mutat spre creșterea rolului guvernului în stabilizarea internă a economiilor. Deoarece stabilitatea internă a fost înțeleasă exclusiv în termenii ocupării forței de muncă și a producției, ea a echivalat cu o indiferență față de nivelul inflației.

Această schimbare în atitudinea față de inflație a fost favorizată de extinderea „democrației instituționale” după 1918 (Marshall și Jagers, *apud* Obstfeld și Taylor, 2003), cu o extindere a drepturilor de vot (Crafts, 2014), care în perioada premergătoare crizei izbucnite în 1929 a mărit masiv numărul de votanți din țările vestice, astfel determinând partidele de guvernământ să dea o atenție mai mare stabilității interne a producției și ocupării, în detrimentul ajustărilor în competitivitate (inflație) cerute de standardul aur.

Creșterea rolului guvernului în economie, combinată cu creșterea puterii sindicatelor și a monopolurilor, a dus la rigidizarea salariilor și a prețurilor, comparativ cu perioada în care puterea acestora de a obstrucționa concurența era relativ redusă. Această schimbare a făcut ca reducerile de prețuri necesare pentru refacerea competitivității economice să fie tot mai costisitoare în termenii stabilității interne a producției și ocupării. În aceste condiții, în Anglia, care readoptase standardul aur în 1925 cu o liră supraevaluată, reducerii ofertei de bani, care avea costuri în scăderea producției și a ocupării, i s-a răspuns cu o grevă generală și standardul a fost abandonat în 1931.

Creșterea preocupării politicilor pentru stabilitatea internă a fost începutul sfârșitului standardului aur. Făcând din stabilitatea internă obiectivul central, țările occidentale participante au fost preocupate de efectele pe care o cantitate limitată de aur ar putea să o aibă asupra deflației și, implicit, asupra ocupării. În acest context, țările au început să acumuleze rezerve în monedele principale ale epocii. Aceste rezerve au slăbit legătura dintre cantitatea de aur și cantitatea de bani din țările participante, adică au slăbit regula (iii), care garanta atitudinea comună față de inflație a diferitelor bănci centrale. În esență, disciplina severă pe care o cerea standardul aur referitor la atitudinea comună față de inflație a intrat în contradicție cu obiectivele interne ale guvernelor și ale băncilor centrale. În final, între disciplina privind ajustările în competitivitate cerută de standardul aur și politicile fiscale și monetare discreționare, guvernele le-au ales pe cele din urmă. Astfel s-a obstrucționat capacitatea piețelor de a-și impune cerințele lor privind competitivitatea în parametrii politicilor economice.

Sistemul de la Bretton-Woods și atitudinea față de inflație

La început, mutarea atenției politicilor către obiectivul stabilității interne a fost revoluționară doar în sensul că preocuparea a apărut. Anterior, sub standardul aur, ghidate de credința în libertatea față de intervențiile guvernamentale, statele participante au asigurat compatibilitatea dintre mobilitatea capitalurilor și stabilitatea dorită a ratelor de schimb acceptând, la nivel politic, subordonarea politicii monetare obiectivului stabilității ratei de schimb. Astfel, singurul obiectiv *de jure* al standardului aur a fost extinderea schimburilor comerciale și a investițiilor.

Totuși, după dezmembrarea standardului aur, rolul pe care obiectivul stabilității interne l-a avut a fost relativ scăzut comparativ cu ceea ce ar fi putut fi pus în practică. Când sistemul aur a colapsat, existau, teoretic două opțiuni pentru ca țările să asigure întâietatea obiectivului stabilității interne. Una dintre ele era ca ratele de schimb să fluctueze liber, în răspuns la libera mișcare a capitalurilor și la mișcările independente de politică monetară, dedicate obiectivelor stabilității interne. Cealaltă opțiune a fost ca țările să mențină rate de schimb fixe, ceea ce impunea ca și mișcările de capitaluri să fie controlate, pentru a permite politicii monetare să se concentreze asupra asigurării stabilității interne, înțeleasă ca stabilitate a ocupării forței de muncă și a producției. După o perioadă între cele două războaie mondiale, în care mobilitatea capitalurilor a atins un minim și ratele de schimb au fost foarte volatile (Obstfeld and Taylor, 1997, p.6), reflectând o dezintegrare a economiei mondiale prin protecționism, controale de capital și războaie ale valutelor (Eichengreen, 2013; Bordo and Schenk, 2017, p. 216), cea de-a doua soluție a fost aleasă în 1944 și transpunerea ei instituțională s-a numit sistemul de la Bretton-Woods.

Au existat trei motive pentru care s-a ales sistemul de la Bretton-Woods. Primul este acela că viziunea predominantă după Al Doilea Război Mondial era aceea că economia mondială nu se putea autoregla fără costuri enorme în termenii producției și ai ocupării, astfel că era necesară continuarea controalelor asupra capitalurilor și a schimburilor comerciale, instituite în timpul celui de-Al Doilea Război Mondial. În viziunea keynesistă, predominantă la acea vreme, eliminarea dezechilibrelor din balanțele de plăți se rezolvă prin ajustări în producția reală, nu prin prețuri. Al doilea motiv a fost acela că exista credința că flotarea liberă ar descuraja comerțul internațional și investițiile, precum și inflația, după cum dovediseră unele episoade de hiperinflație din perioada interbelică. Chiar dacă ratele flotante ar fi permis o independență mai mare a politicilor pentru atingerea obiectivelor interne, ele ar fi descurajat, în consecință, comerțul internațional și investițiile, care rămăneau un obiectiv important al sistemului monetar mondial, chiar dacă nu mai era singurul. În fine, controlul capitalurilor și al ratelor de schimb era consistent cu controlul asupra politicilor monetare ale unor bănci centrale dependente de guverne.

Sistemul de la Bretton-Woods – un sistem cu o disciplină internațională mai puțin severă decât cea conținută în standardul aur – a intrat în funcțiune pe 27 decembrie 1945, când s-a semnat ceea ce se numește Articles of Agreement. Amintesc de acest sistem pentru a sublinia din nou rolul atitudinii față de inflație în funcționarea unui sistem monetar care se bazează pe reguli și, în particular, pe stabilitatea ratei de schimb. Sistemul de la Bretton-Woods nu a fost o surpriză. El și-a anunțat *de facto* prezența în clipa în care țările care operau încă sub standardul aur au început să dea o atenție mai mare stabilității interne a economiilor, în special prin abaterea de la regula (iii) care stabilea legătura clară între cantitatea de aur și bani.

În termeni de mecanisme de ajustare, alegerea de mai sus a reflectat o cale de mijloc între standardul aur, pe care îl înlocuia, și care nu lăsa, de iure, loc pentru obiective interne, și

sistemul bazat pe flotarea liberă a monedelor și pe libera circulație a capitalurilor, care crea spațiul maxim posibil pentru obiective interne. Sub standardul aur, așa cum a funcționat până la Primul Război Mondial, cu capitaluri mobile și rate de schimb fixe în aur, principalul mijloc de rectificare a deficitelor din balanța de plăți a fost deflația care rezulta din scăderea cantității de bani în țările cu deficit. Dacă, după Al Doilea Război Mondial, s-ar fi optat pentru păstrarea liberei circulații a capitalurilor și flotarea liberă a monedelor, care asigura independența politicii monetare, principalul mijloc de echilibrare a balanței de plăți ar fi fost deprecierea în timp real a ratei de schimb. În acest caz, un conflict între valoarea internă (*de facto*) a monedei și valoarea externă (*de iure*) nu ar fi putut apărea, deoarece nu exista o valoare *de iure* a monedei, ci doar valoarea determinată de politicile interne (*de facto*). Pentru că s-a ales ca stabilitatea schimburilor comerciale și stabilitatea macroeconomică să fie asigurate prin controlarea fluxurilor de capital și a ratelor de schimb și a unei politici monetare discreționare, ajustarea dezechilibrelor din balanțele de plăți se puteau face prin ratele de schimb, care puteau fi realiniate unele față de altele ocazional, pentru ca valoarea externă (*de iure*) să fie aliniată la valoarea internă (*de facto*), determinată de politicile interne.

În consecință, sistemul de la Bretton-Woods a avut două reguli de bază: (a) controlul mișcării capitalurilor pe termen scurt și (b) menținerea unor rate de schimb fixe, dar ajustabile periodic (*adjustable peg*), în funcție de îndeplinirea unor condiții referitoare la deficitul balanței de plăți și la intensitatea speculațiilor pe piața valutară, cu aprobarea FMI. Sistemul s-a bazat, pe de o parte, pe convertibilitatea dolarului SUA în aur la o anumită paritate ajustabilă, prin cumpărări și vânzări de aur de către banca centrală americană și, pe de altă parte, pe convertibilitatea în limitele unei variații de un procent față de o paritate centrală cu dolarul a celorlalte monede, prin cumpărarea și vânzarea de dolari americani.

Cele două reguli ale sistemului de la Bretton-Woods s-au dovedit ancoră slabă. Pe de o parte, structura stimulentei a permis găsirea de căi de a ocoli regula a) referitoare la controlul capitalurilor pe termen scurt, ceea ce a slăbit condiția de care depindea independența reală a politicii monetare în controlul inflației. De exemplu, în 1960-1961 a avut loc un boom economic în Germania, PIB crescând cu 4,6 la sută în 1961. Creșterea ratelor dobânzii pentru a tempera boom-ul a dus la acumularea masivă de rezerve, costisitoare, dar necesare pentru a menține paritatea cu dolarul SUA.

Pe de altă parte, regula b) referitoare la paritatea ratelor de schimb a generat nenumărate atacuri speculative în anii 1960, după ce convertibilitatea de cont curent se generalizase și, din cauza limitelor administrative și politice ale controalelor (de exemplu, în plan politic și administrativ, mobilitatea capitalurilor a crescut după semnarea în 1957 a Tratatului de la Roma, care cerea abolirea progresivă a controalelor asupra mișcării capitalurilor aparținând persoanelor din statele membre (Obstfeld and Taylor, 1997, p.37). Aceste atacuri erau generate, așa cum a arătat Friedman (1953), deoarece alinierea între ratele de schimb aveau loc după ce problemele se acumulasă și indicau și sensul în care, cu necesitate, va avea loc corecția ratei de schimb. Atacurile speculative erau dovada clară a incompatibilității dintre regula privind menținerea ratelor de schimb fixe și obiectivele interne referitoare la producție și ocupare.

S-ar putea spune că sistemul de la Bretton-Woods a avut reguli explicite referitoare exclusiv la obiectivele externe, fără a menționa o regulă referitoare la obiectivele interne. În lumina cunoașterii științifice de atunci a problemelor legate de politica monetară, decidenții de politică monetară au urmărit ocuparea deplină, și nu stabilitatea prețurilor. Articolele lui Friedman (1968) și Phelps (1968), care arătau că nu există compromis între inflație și șomaj

și care au arătat ce poate și ce nu poate face politica monetară au apărut prea târziu pentru sistemul de la Bretton-Woods. Totuși, regula b) referitoare la stabilitatea ratelor de schimb asumă că o serie de ipoteze se îndeplinesc pentru ca ea să poată fi respectată.

Prima ipoteză este aceea că politica monetară, care poate fi utilizată pentru atingerea de obiective interne este utilizată în primul rând pentru menținerea stabilității ratelor de schimb. Este important pentru argumentația de aici să subliniem că inflația nu a fost de la început o problemă pentru paritatea ratelor de schimb. Deși independența politicii monetare nu a fost restricționată de reguli care să vizeze explicit sau implicit ținerea sub control a inflației, (de genul regulii Friedman sau de o regulă Taylor), băncile centrale au dovedit un conservatorism excesiv în anii 1950 și 1960, reflectat în prea mult șomaj și exces de capacități, în special în SUA și Marea Britanie (Lanyi, 1969, p 12). Majoritatea băncilor centrale au utilizat ratele dobânzii pentru a apăra paritatea ratelor de schimb, ca în sistemul aur. Aceasta a necesitat o atitudine ostilă inflației.

Atitudinea împotriva inflației a băncilor centrale din perioada 1950-1960 este cu atât mai notabilă cu cât, opinia majoritară favoriza politicile expansioniste. Lanyi (1969) arată că băncile centrale au putut să-și impună punctul de vedere prin invocarea necesității de a evita sau de a corecta deficitele balanțelor de plăți. Mai mult, Bordo și Eichengreen (2008) au arătat că unul dintre factorii care au făcut ca inflația să rămână relativ joasă până în 1965 în SUA a fost acela că politica monetară a acționat ca și când ar fi urmat regulile standardului aur. Cu alte cuvinte, politica monetară a SUA a crescut ratele dobânzilor ca răspuns la deteriorările în balanța de plăți, cu scopul de a menține paritatea dolarului față de aur.

A doua ipoteză este aceea că participanții la sistem au aceeași atitudine față de inflație. Totuși, atitudinea conservatoare față de inflație a început să slăbească în sistemul de la Bretton-Woods chiar în centrul sistemului, care era reprezentat de SUA, singura țară care avea convertibilitatea monedei direct în aur. Politica monetară a SUA a dus la inflație relativ mare începând din 1965, ceea ce a făcut să crească temerile că valoarea în aur a dolarului va fi scăzută și, astfel, să apară stimulente puternice ca Franța și Marea Britanie să dorească, în primăvara anului 1971, să convertească rezervele lor importante de dolari în aur.

Bordo și Eichengreen (2008) argumentează că schimbarea în atitudinea față de inflație a început abia când Trezoreria SUA a introdus măsuri fiscale de natura cvasi-controalelor de capital (ca de exemplu așa numita taxă de egalizare a dobânzii (interest equalization tax), introdusă în iulie 1963 pentru a fi temporară, dar care a fost aplicată până în 1974). Atunci, banca centrală americană a considerat că poate trece la relaxarea politicilor monetare în acord cu obiectivele interne, fără a deteriora balanța de plăți și a deprecia dolarul. Îndepărtându-se de regula care îi cerea să mențină rata de schimb stabilă prin modificarea ratelor dobânzilor în acord cu variațiile din balanța de plăți, politica monetară a SUA a rămas fără nicio regulă, din moment ce, în ciuda eforturilor lui Friedman, nu se adoptase nicio regulă pentru conducerea politicii monetare.

Între motivele mai puțin evidente pentru care după cel de-Al Doilea Război Mondial trilema de politică nu s-a rezolvat în favoarea mobilității capitalului și a ratelor de schimb flotante a fost teama de inflație. Inflația a crescut în anii 1960, ducând la scăderea de iure a valorii banilor, ceea ce, date fiind paritățile de iure, echivala cu aprecierea în termeni reali a monedelor.

Aceste aprecieri ale monedelor au determinat piața să testeze în repetate rânduri în ce măsură băncile centrale sunt dispuse să apere ratele lor de schimb. În final, atitudinea diferită față de inflație a țărilor a dus la prăbușirea sistemului de la Bretton-Woods. În SUA, creșterea cheltuielilor militare pentru războiul din Vietnam a dus la creșterea inflației și la presiunile pentru devalorizarea dolarului. Au existat atacuri speculative asupra dolarului. Sistemul a fost complet abandonat în 1973.

Zona euro și mecanismul de perpetuare a dezechilibrelor

Prin modul în care este construită, adică bazat pe state-națiune, zona euro are o rezolvare duală a trilemei de politică monetară. Pe de o parte, față de restul lumii, soluția dată trilemei de politică monetară a fost în favoarea unei politici monetare autonome a uniunii, în care țările au conturi deschise de capital (capital mobil) și rata de schimb este flexibilă față de restul monedelor. Pe de altă parte, pentru țările care o compun, zona euro are o monedă comună, ceea ce echivalează cu o rată de schimb fixă implicită între țări. În condițiile mobilității capitalurilor, aceasta a făcut necesar ca țările să renunțe la dreptul lor de a stabili ratele lor de politică monetară în favoarea BCE, care stabilește o rată a dobânzii comună pentru toate țările.

Spre deosebire de băncile centrale care au acționat în timpul standardului aur sau în timpul acordului de la Bretton-Woods, banca centrală a zonei euro nu este preocupată de variațiile monedei unice în raport cu alte monede. Politica ei monetară țintește stabilitatea prețurilor. Totuși, pentru țările din interior, moneda unică acționează ca și standardul aur sau chiar mai restrictiv, căci spre deosebire de acesta din urmă, zona euro nu are o clauză de părăsire temporară a sistemului. Sub standardul aur a existat ideologia că numai în condiții extreme ratele de schimb ar putea fi flexibile, pentru o perioadă, după care se revenea la rate fixe. În zona euro, nu există monede naționale. Acum, dacă o țară ar dori să readopte moneda ei, fie țara respectivă ar fi foarte solidă economic, ca Germania, și noua monedă s-ar aprecia, reducând exporturile și creșterea economică, fie țara respectivă ar fi foarte vulnerabilă, iar noua monedă s-ar deprecia foarte mult, producând instabilitate financiară. Oricum ar fi, revenirea la vechile monede ar fi dureroasă la început.

În acest caz, chiar dacă ar exista o asemenea clauză, ea nu ar fi acceptată de public, deoarece, spre deosebire de standardul aur, părăsirea sistemului ar fi echivalentă cu trecerea de la euro la o fostă monedă națională, ceea ce nu s-ar putea face fără o depreciere masivă a celei din urmă pentru țările cu deficit. În plus, existența unei astfel de clauze ar fi echivalentă cu o „invitație” la atacuri speculative, similare cu cele care au existat în regimul de la Bretton-Woods. În perioadele tulburi, investitorii ar dori să testeze determinarea unor țări de a activa clauza de ieșire exact în același fel în care o fac atunci când o țară țintește un nivel explicit sau implicit al ratei de schimb.

Dincolo de deosebiri, zona euro are o asemănare de fond cu standardul aur pentru țările care o compun, și anume aceea că țările au rezolvat trilema de politică macroeconomică, ca și în cazul standardului aur, în defavoarea independenței politicii monetare, preferând o monedă unică (echivalent cu o rată de schimb fixă) și mobilitatea deplină a capitalurilor.

Această soluție a trilemei face ca zona euro să depindă, ca și standardul aur, de atitudinea diferită față de inflație a țărilor. Cu o rată nominală unică a dobânzii de politică monetară, inflațiile diferite ale țărilor participante fac ratele reale ale dobânzilor foarte diferite. Țările cu preferințe spre inflații mari (și, în consecință, cu anticipații inflaționiste relativ mari) vor avea

ratele reale *ex ante* ale dobânzilor mici, permițând apariția și adâncirea deficitelor de cont curent. Țările cu preferință pentru rate mici ale inflațiilor (și, în consecință, cu anticipații inflaționiste relativ mici) vor avea rate reale *ex ante* ale dobânzilor mai mari, o competitivitate sporită și, de aceea, surplusuri de cont curent. În final, segregarea anticipațiilor inflaționiste va accentua diferențele dintre inflații (Walters, 1990, pp. 79-80) și problemele se accentuează.

Atitudinile față de inflație sunt impregnate în rețelele sociale din țările zonei euro și nu va fi ușor să fie schimbate. Chiar dacă, anterior aderării la zona euro, o țară cu preferințe pentru inflații relativ mari are o bancă centrală orientată spre menținerea unei inflații joase, acest obiectiv poate fi ratat din cauza comportamentului sistematic diferit al altor entități față de inflație. Astfel, inflația poate rămâne relativ înaltă atât timp cât atitudinile nu se schimbă. Același raționament funcționează și în cazul țărilor cu preferințe spre inflații relativ mici, astfel că nici aceste preferințe nu se vor schimba ușor. Din acest motiv, va exista permanent o segregare a țărilor după atitudinile față de inflație.

Ca și în cazul standardului aur, și în cazul zonei euro, atitudinile persistent-diferite față de inflații ale țărilor vor menține o segregare persistentă a uniunii monetare între țări cu deficite de cont curent și țări cu surplusuri de cont curent. Această segregare reflectă, în esență, diferențele de competitivitate. Ca și în cazul standardului aur după Primul Război Mondial, și în cazul zonei euro nu există o structură adecvată de stimulente care să garanteze că țările cu surplus acceptă să-și reducă din competitivitate prin creșterea prețurilor pentru a evita ca povara ajustării să cadă numai pe țările cu deficit.

Deși există o monedă comună, o parte a datoriei în euro a țărilor din zona euro este datorie externă, din moment ce entități din jurisdicții (țări) diferite ale zonei euro se împrumută între ele, dar nu au propriile bănci centrale care să emită euro, ci au în comun doar o bancă centrală. Rata de schimb fixă încurajează împrumuturile în euro, deoarece riscul deprecierii nu mai există. O caracteristică a zonei euro este aceea că, în general, datoriile publice sunt mari în cele mai multe țări ale uniunii monetare, dar înainte de anul criza din anul 2008 unele țări au avut deficite de cont curent relativ mari, iar altele au avut surplusuri relativ mari, dezechilibrul care, așa cum voi arăta imediat, se vor reface relativ rapid.

Sectoarele public și privat au motive diferite pentru a se împrumuta. În sectorul public, impaciența publicului (rata preferinței de timp redusă) de a avea satisfăcute nevoile de bunuri publice în prezent mai degrabă decât în viitor determină guvernele politice să intre în competiție în acest sens. Ele vor emite atâta datorie cât este posibil pentru a aduce consumul din viitor în prezent pentru a mulțumi publicul de la care speră să obțină voturi (Croitoru, 2015). Aceasta explică în mare parte de ce datoriile publice sunt relativ mari în aproape toate țările Uniunii Europene și în alte țări occidentale.

Firmele și gospodăriile se împrumută pentru afaceri și pentru consum. Dacă anticipațiile inflaționiste sunt relativ mari și, din această cauză, ratele dobânzii la credite sunt relativ mici, chiar și firmele cu competitivitate relativ redusă pot lua credite sau emite datorii pentru a crește importurile. Astfel, ele contribuie la lărgirea deficitelor de cont curent peste nivelurile sustenabile. Astfel se explică de ce, după criza din 2008, deși țările din zona euro și-au redus în general deficitele de cont curent prin reducerea investițiilor și creșterea economisirilor în sectorul privat, datoriile lor publice au crescut, prin lărgirea deficitelor publice câțiva ani după criză, înainte de a începe să se reducă. Aceste evoluții au avut loc în contextul în care, în medie, producția zonei a rămas sub potențial. Totuși, odată ce potențialul va fi fost atins și

economia zonei va continua să crească, atitudinile diferite față de inflație vor duce din nou la creșterea deficitelor de cont curent în țările cu preferințe pentru inflații relativ mari.

Cu datorii relativ mari, cu o segregare a uniunii monetare în țări cu deficite de cont curent și țări cu surplus de cont curent, și cu lipsa stimulentei adecvate pentru ca țările cu surplus să preia din povara ajustărilor, la o viitoare criză, țările cu deficit vor trebui să-și crească competitivitatea. În măsura în care acest lucru se va face prin reducerea salariilor și a prețurilor, datoriile țărilor cu deficit vor crește în termeni reali, producând o nouă segregare temporară a zonei euro între țări cu datorii reale mari și țări cu datorii reale relativ mici.

Pentru a sumariza, mecanismul care acționează în prezent în zona euro și la care în cele ce urmează mă voi referi ca la mecanismul (a, b) este următorul: rata unică de politică monetară face ca ratele reale ale dobânzilor să fie mici în țările cu preferință pentru inflații relativ mari. În aceste țări, costul relativ mic al banilor încurajează creșterea deficitelor de cont curent și acumularea de datorii. În țările cu preferințe pentru inflații relativ mici apar surplusuri de cont curent. Procesul se accelerează pe măsură ce diferențele în anticipațiile inflaționiste duc la diferențe tot mai mari între inflații. În același sens acționează și rata de schimb fixă, care a eliminat riscul de depreciere a monedei. Pentru că rata de schimb este fixă, în aceste țări, ajustarea deficitelor are loc prin reducerea salariilor și a prețurilor (devalorizări interne, deflație), ceea ce mărește datoria în termeni reali, accentuând dificultățile în timpurile rele.

Din cauză că datoriile ca procent din PIB sunt mari, nici politica fiscală nu poate ajuta la relansarea creșterii economice. Datoria publică înaltă reduce răspunsul producției la un șoc pozitiv în cheltuielile bugetare (Perotti, 1999). O serie de studii recente confirmă acest rezultat. Auerbach și Gorodnichenko (2012, p. 89-90) au arătat că dacă datoria publică este mare ca procent din PIB, multiplicatorii cheltuielilor bugetare sunt aproape de zero nu numai când economia este în expansiune (ceea ce este un rezultat predicționat de teorie), dar chiar și atunci când economia este în recesiune. Mai mult, Ilzetzki et al., (2010) au arătat că multiplicatorii fiscali sunt negativi în țările cu grade înalte de îndatorare. Nickel și Tudyka (2013) au arătat că efectul cumulative al unui șoc al cheltuielilor fiscale asupra indicatorului datorii publice/PIB este neliniar, fiind pozitiv și semnificativ pentru valori mici ale indicatorului, dar devenind negativ pe măsură ce indicatorul crește. **Huidrom, Kose și Ohnsorge 2016) au arătat că deși multiplicatorii sunt mai mari în recesiuni, ei sunt relativ mici atunci când datoriile publice sunt mari. În fine, Arin, Koray și Spagnolo (2015), arată că multiplicatorii cheltuielilor sunt mai mari în perioadele cu activitate economică scăzută, iar multiplicatorii impozitelor sunt mai mari în perioadele cu activitate economică înaltă.**

În concluzie, mecanismul (a,b) descris mai sus apare pentru că, deși au atitudini diferite față de inflație, țările din zona euro au decis să rezolve trilema de politică monetară în favoarea ratei de schimb fixe (o monedă unică) și a mobilității capitalurilor și în defavoarea independenței politicii monetare. Această soluție este compatibilă cu atitudini similare față de inflație și, implicit, față de competitivitate. În zona euro, aceste atitudini sunt însă diferite, ceea ce face ca mecanismul descris să producă, în perioadele de recesiune, două rezultate inevitabile: (a) plasarea sistematică a poverii ajustării pe țările cu deficit, prin deflația salariilor și/sau a prețurilor în țările care au preferințe pentru inflații relativ mari; (b) scăderea eficienței politicii fiscale sau chiar pierderea acestei politici pe măsură ce datoriile publice ca procent din PIB cresc și ajung să depășească niveluri relativ înalte.

Zona euro și iluzia din trilema politică a economiei mondiale

În secțiunea referitoare la standardul aur am arătat că, în perioada interbelică, atitudinile diferite față de inflație au apărut în special din două cauze. Una a fost conjuncturală, legată de faptul că unele țări au readoptat standardul aur la rate de schimb subevaluate, iar altele la rate de schimb supraevaluate. Dar, mult mai important, după 1916, statele-națiuni au făcut o schimbare importantă: au renunțat la libertatea față de intervențiile guvernamentale în economie și au dat un rol central în politicile economice stabilizării producției și ocupării forței de muncă.

În timpul standardului aur, cât au fost călăuzite de obiectivul păstrării libertății față de intervențiile guvernamentale, țările au avut grijă să creeze condițiile pentru ca piața să asigure rezultate economice cât mai bune. Practic, regulile standardului aur asigurau că piețele își transferau relativ rapid în parametrii politicilor macroeconomice cerințele lor, ceea ce asigura convergența țărilor în termeni de competitivitate și, implicit în atitudinile față de inflație. Cel puțin politica monetară ajungea să răspundă în totalitate cerințelor pieței. În aceste condiții, standardul aur a fost un mecanism prin care s-a asigurat convergența atitudinilor față de inflație și, în substratul mai profund, al atitudinilor față de competitivitate.

Trecerea însă la obiectivul stabilizării producției și al ocupării forței de muncă a dus la diferențierea regimurilor instituționale necesare dezvoltării economiei de piață. Modelele de capitalism s-au diversificat, ajungând să includă capitalismul liberal (Marea Britanie), capitalismul latin (Spania, Portugalia, Italia), capitalismul german, capitalismul scandinav, capitalismul dependent de stat în estul și centrul Europei (Crum, 2013). Mult mai important, în interiorul fiecăruia din aceste regimuri instituționale s-au succedat diverse preferințe politice naționale referitoare la distribuțiile coeficienților de importanță atașați diverselor obiective economico sociale: creștere economică, solidaritate socială și sustenabilitatea politicilor economico-sociale. Acesta este fundalul socio-politic în care au fost ancorate evoluțiile și politicile economice de după criza din perioada 1929-1933 încoace în economiile occidentale. Criza din 2008 a apărut pe acest fundal, care deși a suferit unele schimbări la nivelul zonei euro, așa cum voi arăta mai jos, în natura sa este același: în fiecare țară, structura specifică a preferințelor referitoare la obiectivele menționate continuă să rămână filtrul principal al transmiterii cerințelor piețelor privind competitivitatea în parametrii politicilor economice.

Înainte de criza din 2008, în esența sa, arhitectura economică a zonei euro a avut trei componente: o rată unică a dobânzii; un pact de stabilitate și creștere (PSC) și un număr în creștere de politici economice naționale (autonome), fiecare reflectând ierarhiile conținute în rețelele sociale și politice din fiecare țară referitoare la valorile creștere economică, solidaritatea socială și sustenabilitate a politicilor economice. Mai ales aceste ierarhii de la nivelurile profunde, reflectate în diversitatea politicilor naționale, sunt importante pentru diferențierea atitudinilor față de inflație. Diversitatea politicilor economice autonome și calitatea acestora au un mare potențial de a duce la segregarea atitudinilor față de competitivitate și, implicit, față de inflație, care, în final, sunt la baza mecanismului (a,b) care duce la rezultatele (a) și (b) menționate mai sus. În consecință, dată fiind rata dobânzii stabilite de BCE și constrângerile impuse prin noul PSC, sustenabilitatea monedei comune a rămas să depindă de politicile economice naționale (autonome) și de coordonarea acestora prin proceduri interguvernamentale. Procesul de coordonare a avut permanent nevoie de îmbunătățiri, nevoie marcată oficial încă din 1969 de Raportul Barre.

Până la criza din 2008 nu s-a schimbat nimic esențial în această arhitectură a zonei euro. Inflațiile cumulate în această perioadă reflectă segregarea uniunii monetare europene după

atitudinile față de inflație. Inflațiile HICP cumulate pentru perioada 1999-2008 în Grecia, Spania, Irlanda și Portugalia au fost de 35,6 la sută, 34,3 la sută, 35,7 la sută și respectiv 30,3 la sută. În Germania, Austria, Franța și Olanda, inflațiile au fost de numai 17,4 la sută, 20,0 la sută, 20,2 la sută, și respectiv 24,0 la sută.

Măsurile de reformă a zonei euro luate după criza din 2009 au vizat ca în timp ce păstrează rata unică de politică monetară și PSC, să reducă din diversitatea politicilor economice naționale. Ex post, măsurile dezvoltate par să fi vizat două obiective: introducerea de „proceduri” în elaborarea politicilor naționale și stabilirea entităților care controlează proiectarea procedurilor.

În aria procedurilor s-au inclus crearea de cadre comune de proiectare și implementare a politicilor fiscale, financiare și economice și atribuțiile sporite de supraveghere conferite organismelor europene, în special Comisia Europeană și Banca Centrală Europeană. Cadrele comune de politică economică și întărirea supervizării au vizat în special întărirea disciplinei fiscale (prin măsurile incluse în ceea ce s-a numit two pack, six pack, compactul fiscal) și crearea uniunii bancare, proiect care are nevoie de o schemă comună de garantare a depozitelor bancare pentru a fi complet. O prezentare detaliată a acestor măsuri este oferită în Daianu et al. (2016, pp. 65-74). În ceea ce privește controlul cadrelor de politică economică și a supravegherii, acesta a rămas la nivelul guvernelor (autoguvernarea exercitată de statele-națiune). Crum (2013) arată că această soluție are trei mari implicații: procesul de control ocolește examinarea atentă de către parlamente a cadrelor de politică economică și a supravegherii exercitate de autoritățile tehnocrate cum sunt Comisia Europeană și Banca Centrală Europeană; procesul de luare a deciziilor este condus de statele creditoare, nu de principiile de egalitate între statele membre; și, în fine, pentru că guvernele naționale nu-și pot controla reciproc politicile economice, delegă supravegherea către autorități tehnocrate, după ce în prealabil le-au stabilit acestora din urmă obiective cantitative și proceduri tehnice după care să conducă supravegherea.

Această soluție – federalizarea cadrelor de politică economică și a supravegherii – a fost numită de Habermas (2011) „federalism executiv”, un regim care, în viziunea sa „ar face posibil a se transfera imperativele pieței către bugetele naționale fără o legitimare democratică adecvată.” Ea pare o soluție corectă din perspectiva „trilemei politice a economiei mondiale” a lui Rodrik, în sensul că democrația a fost sacrificată pentru a menține, pe de o parte statul-națiune, care are dreptul la autoguvernare, și pe de altă parte, integrarea monetară. S-ar fi putut alege concomitent valoarea autoguvernării, prin păstrarea statului-națiune, și politica democratică, ceea ce ar fi însemnat dezintegrarea zonei euro. Din acest motiv, unii economiști (de exemplu Crum, 2013) consideră că soluția aleasă este o soluție de compromis, care evită disoluția zonei euro.

Totuși, văzută prin prisma analizei pe care am propus-o în acest articol – și anume aceea a diferențelor în atitudinile față de inflație – soluția aleasă nu este corectă din perspectiva trilemei politice a economiei mondiale și nu poate salva zona euro. În esența sa, soluția adoptată vizează să reducă din diversitatea politicilor naționale, ceea ce este intrinsec dificil, deoarece ele reflectă ierarhiile preferințelor profunde din fiecare țară referitoare la obiectivele creșterii economice, solidarității și sustenabilității, care constituie baza atitudinilor diferite față de inflație. Cineva ar putea argumenta că federalismul executiv ar putea fi un mecanism care să ducă la convergența atitudinilor față de inflație. Totuși, acest argument nu este solid. Deoarece autoguvernarea statelor-națiuni rămâne o valoare cheie a soluției adoptate, în ciuda faptului că „națiunile...nu sunt daturi naturale” (Habermas, 2011), „coordonarea

îmbunătățită” la nivel central a politicilor, sau în cuvintele lui Reit (2016) „guvernanța colectivă în locul unui guvern central”, nu va putea reduce diversitatea preferințelor profunde pe care le reflectă politicile economice naționale. Rămâne întotdeauna suficient loc pentru ca politicile naționale să cântărească diferit importanța obiectivelor referitoare la creștere economică, solidaritate și sustenabilitate în interiorul zonei monetare, oricât de adâncă ar fi „guvernanța colectivă”. Fie și numai din această cauză, atitudinile față de inflație vor rămâne segregate, activând mecanismul (a,b) pe care l-am schițat mai sus, care accentuează diferențele de bunăstare și dezechilibrele dintre țările membre, ducând la destrămarea ordinii economice.

Acum putem spune că rezolvarea „trilemei politice a economiei mondiale” depinde de soluția dată trilemei de politică macroeconomică și de atitudinile față de inflație. Când rata de schimb și rata dobânzii sunt date și capitalurile sunt mobile, așa cum este cazul pentru țările din zona euro, atunci depinde de atitudinile față de inflație dacă trilema politică a economiei mondiale are predicții corecte. Dacă atitudinile față de inflație sunt similare (ceea ce este posibil pentru un număr de țări relativ restrâns, care decid să formeze uniunea exact pentru că au aceste atitudini similare), atunci integrarea economică (monetară) poate coexista în mod sustenabil cu oricare dintre celelalte două noduri ale trilemei – statele-națiune sau politică democratică – permițând monedei euro să supraviețuiască.

Totuși, dacă atitudinile față de inflație ale țărilor sunt segregate (de exemplu, pentru că la formarea uniunii monetare nu s-a ținut cont de acest criteriu), așa cum este cazul în zona euro, atunci integrarea economică (monetară) și statele-națiune nu pot fi susținute pe termen lung. Mai devreme sau mai târziu, atitudinile diferite față de inflație vor pune în mișcare mecanismul (a,b) descris mai sus, ducând astfel la destrămarea ordinii economice pentru țările respective. Când a formulat idee că statele-națiuni sunt compatibile cu integrarea economică, Rodrik (2000) a presupus că guvernele „concurează activ unele cu celelalte prin urmarea de politici despre care ele cred că le vor câștiga încrederea piețelor și le vor atrage comerț și intrări de capitaluri: politici monetare ferme, guverne mici, impozite reduse, legislații ale muncii flexibile, dereglementări, privatizări și deschidere în toate privințele (straitjacket). Într-adevăr, dacă aceasta „cămașă de forță” ar fi asumată de toate țările care au rate de schimb fixe între ele sau o monedă comună, atunci s-ar putea să apară convergența atitudinilor față de competitivitate și, implicit, față de inflație. Am argumentat însă că există cauze sociale, culturale, economice și politice pentru care nu toate țările pot să-și pună „cămașă de forță”, în virtutea preferințelor profunde diferențiate între țări referitoare la obiectivele privind producția, solidaritatea și sustenabilitatea. Chiar și în standardul aur, care a asigurat pentru o perioadă o bună izolarea politicilor macroeconomice față de intervenția guvernelor, apariția acestor din urmă obiective („obiectivele exterioare” ale trilemei de politică macroeconomică, cum le-am numit în acest eseu) au dus, până la urmă, la întreruperea mecanismelor prin care piețele își impuneau în suficientă măsură cerințele în parametrii politicilor economice.

Segregarea atitudinilor față de inflație este ceea ce deosebește în mod fundamental zona euro de standardul aur din perioada lui de glorie și o aseamănă cu perioada interbelică a acestuia, când anticipațiile erau deja segregate. În interiorul standardului aur în perioada de până la Primul Război Mondial, atitudinile similare față de inflație au permis ca integrarea economică (monetară) și statele-națiuni să fie o soluție sustenabilă la trilema lui Rodrik. Atunci, țările au putut îmbrăca „cămașă de forță”. Ceea ce a asigurat convergența atitudinilor țărilor față de competitivitate și inflație a fost alegerea de către țări a obiectivului păstrării libertății politicilor economice față de intervenția guvernelor, și nu a obiectivului stabilității

producției și al ocupării forței de muncă. Zona euro nu are acest lux, cel puțin nu în aceeași măsură. Trilema politică a economiei mondiale a lui Rodrik nu era disponibilă pentru a informa asupra posibilităților în care standardul aur ar fi putut fi salvat după reactivarea sa în 1922, prin federalizare democratică. Dar, așa cum zona euro în prezent nu poate fi salvată cu state-națiuni și atitudini diferite față de inflație, tot așa, standardul aur nu a putut fi salvat în anii 30 prin păstrarea satelor-națiuni, care deja alimentau atitudinile diferite față de competitivitate și inflație.

În zona euro va exista întotdeauna loc pentru diversitate, care este bună din multe puncte de vedere, dar care, cu state-națiuni produce politici care vor păstra atitudini diferite față de inflație și va menține segregarea între țări cu deficit și țări cu surplus. Aceasta va duce, în final, la o segregare politică. Țările cu surplus sunt țări finanțatoare și de aceea capabile să își impună politicile. Segregarea la nivel de atitudini față de inflație se va reflecta în permanenta alterare a autonomiei politice a statelor cu deficite. Menținerea autonomiei relativ mari a politicilor economice ale statelor naționale va fi permanent acompaniată de segregarea uniunii monetare între țări care fac regulile și țări care acceptă regulile. Aceasta va da permanent motiv de contestare a oricăror reguli de politică fiscală. În plus, ele subminează o altă soluție, și anume federalizarea democratică.

Pentru zona euro, cu atitudini față de inflație segregate între țări, trilema politică a economiei mondiale se transformă într-o certitudine: integrarea monetară sustenabilă nu este posibilă decât cu politică democratică, adică prin crearea unei noi țări, cu o singură constituție, cu un singur guvern ales democratic de către toți cetățenii zonei monetare, cu un buget federal semnificativ, care să poată face transferuri fiscale. Statele-națiuni nu ar dispărea, ci doar și-ar reduce rolul și, așa cum spune Rodrik, nu ar mai interfața cu „arbitrajul pe pițele de bunuri, servicii și capital”, iar politicul nu ar trebui să se reducă, ci doar s-ar reloca la nivelul central. Această nouă țară, din care România ar trebui să facă parte, s-ar putea numi Statele Unite ale Europei. Spre deosebire de federalizarea executivă, federalizarea democratică duce la adoptarea unei alte rezolvări a trilemei de politică macroeconomică, comparativ cu cea care există acum din perspectiva fiecărei țări membre. Dacă va duce la uniune politică, uniune fiscală etc, atunci automat federalizarea democratică va da același răspuns la trilemă pentru țările membre ale uniunii ca și cea pe care uniunea monetară europeană o are față de restul lumii: rată flexibilă, independența politicii monetare și capitaluri mobile.

Problema cu această soluție este aceea că nu există cerere pentru o astfel de nouă zonă euro din partea cetățenilor. Dar această concluzie nu este defetistă. Cererea poate fi educată. Eforturile făcute până acum în acest sens par să nu fi dat rezultate și pentru că nu au fost suficient de puternice. O intensificare a acestora ar trebui să se producă însă cât mai curând. Din perspectiva acestui studiu, România ar trebui să facă două lucruri: (i) să înțeleagă bine ce atitudini față de inflație sunt impregnate în structura socio-economico-politică a societății și să decidă dacă trebuie schimbate. Acest efort este necesar nu atât pentru a intra mai repede într-o zonă euro dominată de federalism executiv, ci pentru că atitudinile față de inflație sunt, în cele din urmă, atitudini față de competitivitate; (ii) să facă toate eforturile posibile pentru înființarea Statelor Unite ale Europei și pentru a putea deveni membru fondator al acestei noi țări.

În această secțiune am arătat că, în condițiile segregării atitudinilor față de inflație, federalismul executiv și disoluția Uniunii Monetare Europene (aceasta din urmă fiind echivalentul soluției sustenabile dar nedorite, în care statele-națiuni și politicile democratice ar fi coexistat) sunt modele de guvernare care produc același rezultat (disoluția), dar la

momente diferite. Se poate spune, din această perspectivă, că zona euro a pierdut timpul concentrându-se pe construirea federalismului executiv? Răspunsul este: depinde! Dacă federalismul executiv a avut și are ca scop câștigarea de timp pentru găsirea unei căi pentru construirea federalismului democratic, atunci ultimul deceniu nu a fost pierdut. Dar dacă federalismul executiv este considerat soluția, atunci putem vorbi despre un deceniu pierdut al zonei euro și despre cum atitudinile diferite față de inflație ar putea zădărnici visul european.

Concluzii

În acest studiu am arătat că ordinea economică internațională depinde de soluția aleasă de guverne pentru rezolvarea trilemei de politică macroeconomică (imposibila trinitate). Ceea ce determină în timp trecerea de la o ordine economică la alta este schimbarea soluțiilor date trilemei. Guvernele sunt nevoite să schimbe soluția dată trilemei deoarece nicio soluție nu poate fi susținută indefinit în timp deoarece cele două obiective alese pentru a fi susținute nu sunt incompatibile numai cu obiectivul defavorizat (respins), ci au și „incompatibilități exterioare”, cu alte obiective, care nu sunt acoperite de trilemă. Când aceste incompatibilități fac ca beneficiile oferite de soluția aleasă pentru trilemă să fie întrecute de costuri pentru marea majoritate a participanților, atunci se alege o altă soluție dintre cele trei posibile și se configurează o nouă ordine economică.

Ceea ce face în cele din urmă ca o soluție la trilema de politică macroeconomică să fie abandonată este segregarea atitudinilor față de inflație a țărilor, care nu este altceva decât o formă de manifestare a segregării atitudinilor față de competitivitatea firmelor. Trecerea de la standardul aur la sistemul de la Bretton-Woods și, mai departe la sistemul actual, în care țările occidentale au rate de schimb flexibile, politici monetare independente și capitaluri mobile este concordantă cu explicația dată în acest studiu.

Diferențele în atitudinile față de inflație sunt responsabile de principala diferență dintre standardul aur și zona euro. În perioada de până la Primul Război Mondial, standardul aur a conținut un mecanism care garanta convergența competitivității țărilor și, astfel, a atitudinilor față de inflație. Dimpotrivă, în zona euro atitudinile față de competitivitate și, de aceea, față de inflație sunt segregate între țări, ceea ce face să apară un mecanism care duce la separarea țărilor în țări cu deficite de cont curent și țări cu surplusuri de cont curent, exact cum s-a întâmplat și în perioada interbelică a standardului aur, când anticipațiile față de inflație s-au segregat între țări.

Prin mecanismul pe care îl pun în mișcare, atitudinile segregate față de inflație invalidează una dintre predicțiile trilemei politice a economiei mondiale a lui Rodrik, și anume aceea că integrarea monetară este compatibilă cu state-națiuni. Astfel, integrarea monetară nu este compatibilă cu federalismul executiv dezvoltat în zona euro după criza din 2008, punând în discuție viitorul acesteia. Singura soluție teoretic posibilă pentru menținerea zonei monetare este federalizarea ei democratică. Din păcate, această soluție nu este încă acceptată de public, ceea ce indică necesitatea unui efort major de explicare a unicității soluției. Fără acest efort, zona euro ar putea rămâne fără nicio soluție sustenabilă.

Bibliografie

Arin K. Peren; Koray, Faik; Spagnolo, Nicola (2015), ‘Fiscal multipliers in good times and bad times’, *Journal of Macroeconomics*, *Volume 44*, June 2015, Pages 303-311 (online, April 25) <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0164070415000208?via%3Dihub>.

Auerbach, A J, and Y Gorodnichenko (2012), 'Fiscal multipliers in recession and expansion', in A. Alesina and F. Giavazzi (eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chicago, University of Chicago Press, 63-98.

Blanchard, Olivier; Galí, Jordi (2005), 'Real Wage Rigidities and The New Keynesian Model', NBER Working Paper 11806, online, <http://www.nber.org/papers/w11806> (accessed April 2018).

Bordo, D. Michael; Kidland E. Finn (1995), 'The Gold Standard As a Rule: An Essay in Exploration', *Explorations in Economic History* No. 32, pp. 423-464.

Bordo, D. Michael and Schenk, Catherine (2017), 'Monetary Policy Cooperation and Coordination – An Historical Perspective on the Importance of Rules', Hoover Institution Economic Working Paper No. 16112.

Bordo, D. Michael; James, Hrold (2013), 'The European Crisis in The Context of The History of Previous

Financial Crises', NBER Working Paper 19112, online (June) at <http://www.nber.org/papers/w19112>.

Cohen, B. J. (1996) 'Phoenix risen: The resurrection of global finance', *World Politics*, 48:268–96, *apud* Obstfeld și Taylor (2003, p. 129).

Croitoru, Lucian (2015), 'Democracy, Political Competition and Public Debt', *Transylvanian Review*

of Administrative Sciences, No. 45 E/2015, pp. 26-40.

Crum, Ben (2013), 'Saving the Euro at the Cost of Democracy?', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 51, No. 4, pp. 614-630.

Crafts, Nicholas (2013), 'What does the 1930s' experience tell us about the future of the eurozone?' CAGE, Working Paper 142, University of Warwick (CAGE Online Working Paper Series).

Daianu, Daniel (coord.); Mihailovici, Gabriela; Kallay, Ella, Socol, Aura (2016), 'România și aderarea la zona euro: întrebarea este, în ce condiții!', Editura Academiei Române, București.

Eichengreen, Barry, and Temin, Peter (1997), 'The Gold Standard and the Great Depression', NBER Working Paper 6060 (June).

Eichengreen, Barry și Temin, Peter (2010), 'Fetters of Gold and Paper', NBER Working Paper 16202, online (July), <http://www.nber.org/papers/w16202>.

Eichengreen, Barry (2013), 'Currency War or International Policy Coordination?', https://eml.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf.

Fisher, Irvin (1932), 'Booms and Depressions-Some First Principles', Adelphi Company. Fisher, Irvin (1933), 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica* 1, pp. 337-357.

Fleming, J. Marcus (1962), 'Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates', Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 9 (November), pp. 369–79.

Friedman, Milton (1953), 'The Case for Flexible Exchange Rates', in M. Friedman (eds.), *Essays in Positive Economics*, 157-203. Chicago: University of Chicago Press.

Huidrom, M. Raju; Kose, Ayhan; Ohnsorge, Franziska (2016), 'Under the cloud of cycles: Linkages between fiscal multipliers and position' (13 August).

Hume, David (), 'Of the Balance of Trade', in *Essays, Moral, Political, and Literary*, Eugene F. Miller (ed.), 1987. Library of economics and Liberty (online) <http://www.econlib.org/library/LFBooks/Hume/hmMPL28.html>, II.V. 9-1.

Ilzetzki, Ethan, Enrique G. Mendoza, and Carlos A. Végh (2010), 'How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?' " NBER Working Papers 16479.

Keynes M. John (1930), 'A Treatise on Money', Macmillan.

Keynes M. John (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, Palgrave Macmillan, 2007 Edition.

King, Mervyn (2016), 'Sfârșitul alchimiei: banii, băncile și viitorul economiei mondiale', editura Comunicare.ro, București.

Lanyi, Anthony (1969), 'The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered', *Essays in International Finance* No. 72, Pincenton University (February).

Marshall, M. G., and K. Jagers. N.d. '*Polity IV project: Political regime characteristics and transitions, 1800–1999. Dataset Users' Manual*'. College Park: University of Maryland, Center for International Development and Conflict Management (*apud* Obstfeld and Taylor, 2003, p. 130-131).

Morgan, J. Peter (2013), 'Monetary Policy Frameworks in Asia: Experience, Lessons, and Issues', ADBI Working Paper 4350, online, (accessed April 25): <http://www.adbi.org/working-paper/2013/09/27/5902.monetary.policy.frameworks.asia/>.

Mundell, Robert (1963), 'Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates', *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29 (November), pp. 475–85.

Nickel, Christiane and Tudyka Andreas (2013), 'Fiscal Stimulus in Times of High Debt Reconsidering Multipliers and Twin Deficits', Working Paper Series No. 1513 (February).

Obstfeld, Maurice; Taylor, Alan (1997), 'The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run', NBER Working Paper 5960 (March).

Obstfeld, Maurice; Taylor, Alan (2003), 'Globalization and Capital Markets', in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson, editors, University of Chicago Press.

Perotti, Roberto (1999), 'Fiscal policy in good times and bad"', *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1399-1436.

Riet, van Ad (2016), 'Safeguarding the euro as a currency beyond the state', Occasional Paper Series No. 173, ECB (May).

Walters, Alan (1986), 'Britain's Economic Renaissance: Margaret Thatcher's Reforms 1979-1984', Oxford: Oxford University Press, *apud* Miller and Shuterland (1990).

Walters, Alan (1990), 'Sterling in Danger', London: Fontana *apud* Miller and Shuterland (1990).

(Varianta preliminară 7 mai 2018)