

LA CE E BUNĂ O INFLAȚIE MAI MARE? SĂ EVIȚI CAPCANA LICHIDITĂȚII SAU SĂ SCAPI DIN EA

Lucian Croitoru

Martie 2012

*Opiniile prezentate în această lucrare aparțin în întregime autorului
și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.*

*Reproducerea acestei lucrări fără permisiunea autorului este interzisă, iar utilizarea datelor
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

1. Introducere

Au trecut deja câțiva ani de când ratele dobânzii de politică monetară s-au apropiat de zero în multe țări dezvoltate, adică de când aceste economii sunt în capcana lichidității. Pentru a le scoate din capcană, băncile centrale au mărit baza monetară de câteva ori de la începutul crizei, fără a putea spune că au reușit. Aceasta renaște interesul practic și academic pentru două probleme importante. Prima se referă la legătura dintre bani și inflație și la cea dintre bani și prețurile activelor. A doua se referă la eficacitatea politicii monetare când rata dobânzii este egală cu zero.

În trecut a existat o puternică legătură pozitivă între ritmul mediu de creștere pe termen lung a bazei monetare și inflație. Împreună, această legătură și capcana lichidității nasc întrebări dificile atât pentru public cât și pentru băncile centrale, atât în țările dezvoltate cât și în unele economii emergente care depind de primele în multiple feluri, inclusiv România.

Pe de o parte, întârzierea unui răspuns ferm al economiei la relaxările cantitative prescrise de teorie îi face pe unii să se întrebe dacă, în viața reală, politica monetară chiar poate produce într-un orizont de timp predictibil inflația necesară pentru ca economiile să scape din capcana lichidității.

Pe de altă parte, legătura puternică dintre bani și inflație îi face pe unii să se întrebe dacă nu cumva relaxările monetare au mers deja prea departe în practică și ar putea rezulta la un moment dat într-o inflație greu de controlat, care ar putea afecta și alte țări.

Și, în sfârșit, nu ar trebui ca banca centrală să contracareze creșterile exuberante ale prețurilor activelor din moment ce ele se pot încheia cu crize financiare atât de grave încât împing economia în capcana lichidității, presând puternic politica monetară să acționeze *ex post*? Sau poate ar fi mai bine dacă în loc de o inflație joasă și stabilă am ținti o inflație moderată și stabilă?

2. Unele clarificări

Toate școlile de gândire sunt de acord că, în situația în care rata dobânzii pe termen scurt este egală sau aproape egală cu zero, banca centrală nu poate acomoda pe deplin șocuri deflaționiste suficient de largi prin reduceri ale ratei dobânzii. În schimb, efectele creșterii cantității de bani asupra producției și a inflației depind de factorii cererii agregate pe care îi acceptă diferite abordări.

Dacă cererea agregată depinde doar de rata dobânzii curente și de venituri, așa cum credeau keynes-iștii, atunci creșterea banilor în circulație nu are niciun efect asupra producției și inflației. Când prețurile scad, injectarea de bani în băncile comerciale nu poate reduce rata dobânzii nominale sub zero, iar rata dobânzii reale crește. Din acest motiv, politica monetară nu poate stimula creșterea economică.

Neo-(clasicii) au încercat să argumenteze (Pigou, Patinkin, Metzler) că dacă prețurile scad, stocul real de bani crește (efectul Pigou), ceea ce ar duce la creșterea consumului și a cererii agregate, trăgând economia afară din capcana lichidității. Totuși, scăderea prețurilor în Japonia concomitent cu stagnarea consumului arată că efectul Pigou nu are forță¹. Dimpotrivă, scăderea prețurilor duce la creșterea datoriilor reale, ceea ce afundă și mai tare economia în recesiune.

Astăzi este larg acceptat că cererea agregată depinde nu numai de rata curentă a dobânzii, ci și de pantele anticipate ale ratelor dobânzii și ale inflației. Este ca și când cererea agregată depinde de dobânzile pe termen lung. În acest caz, creșterea ofertei de bani ar putea fi eficientă în scoaterea economiei din capcana lichidității. Politica monetară va crește cererea agregată dacă va reuși să schimbe anticipațiile despre oferta viitoare de bani sau, echivalent, despre traiectoria viitoarelor rate pe termen scurt.

Condiția ca anticipațiile inflaționiste să apară este ca banca centrală să se angajeze în mod convingător că va crește oferta de bani în viitor pentru a permite un boom al producției și a acomoda o inflație moderată odată ce șocul deflaționist a dispărut (Krugman, 1998). Fără angajament, economia suferă de deflație și producție depresată. Werning (2012) a arătat că, în mod surprinzător, ambele sunt exacerbate când prețurile au o flexibilitate mai mare.

Echivalent, succesul depinde de angajamentul credibil al băncii centrale de a menține rata nominală a dobânzii la niveluri joase (zero) pentru o anumită perioadă după dispariția șocului deflaționist, indiferent de nivelul dat al prețurilor în viitor (Eggertsson și Woodford, 2003).

Cu cuvintele lui Krugman, o bancă centrală trebuie să promită în mod credibil că va fi iresponsabilă.

¹ O altă cauză pentru care *the real balance effect*, cum se mai numește efectul Pigou, nu ar avea forță o constituie echivalența Ricardo-Barro, conform căreia guvernul nu poate păcăli oamenii că datoria sa este o formă de avuție. Când guvernul mărește deficitul bugetar, sectorul privat mărește economisirile, lăsând cererea agregată nemodificată. Disputa asupra efectelor echivalenței ricardiene este încă în curs și cu evidențe mixte. Una dintre abordările recente ale acestei probleme și a efectelor ei în capcana lichidității este cea a lui Eggertsson și Krugman (2010). Ei au derivat la nivel teoretic din modelul lor neo-keynesist cu agenți debitori și creditori că datorită faptului că unii agenți sunt constrânși de datorii, echivalența ricardiană nu ține. Surprinzător, ei au arătat că ceea ce ține sunt multiplicatorii keynes-ieni, în care consumul curent depinde de venitul curent.

Angajamentul de a reduce ratele nominale ale dobânzii, odată ce presiunile deflaționiste s-au disipat, se reflectă în rate reale ale dobânzii mai mici, stimulând cererea. Același efect îl are și anticiparea inflației viitoare, care reduce ratele reale chiar dacă ratele nominale ale dobânzii nu mai pot fi reduse.

În timp ce soluția teoretică a re-inflatării economiei prin schimbarea anticipațiilor de la deflaționiste la inflaționiste este elegantă, aplicarea ei practică poate fi dificilă. În primul rând este dificil de construit credibilitatea angajamentelor re-inflaționiste deoarece șocurile deflaționiste sunt rare. În al doilea rând, publicul obișnuit ca băncile centrale din economiile dezvoltate să urmeze o regulă Taylor, va anticipa o creștere a ratelor dobânzii imediat ce apar presiunile inflaționiste în exces față de o țintă implicită de inflație. În acest caz, relaxarea cantitativă va fi inefficientă (Egertsson și Woodford, 2003). Același rezultat apare dacă publicul anticipează că oferta de bani se stabilizează la un nivel cvasi-constant imediat ce presiunile deflaționiste dispar (Krugman, 1998).

Este cunoscut că cele mai credibile politici de re-inflatare sunt cele bazate pe stimulente. O astfel de politică este emiterea de datorii publice, acestea creând stimulente pentru guverne să crească inflația (Calvo, 1991). Dacă datoria este emisă în moneda națională, eșecul de a re-inflata economia face necesară creșterea impozitelor, costisitoare politic și public, pentru a compensa datoria reală suplimentară rezultată din deflație. De asemenea, dacă guvernul acumulează datorii nominale pentru a cumpăra valută, și promisiunea privind inflația nu se adevărește, apar pierderi în bilanț din aprecierea monedei.

3. Politica monetară a rămas singura speranță

Economiile dezvoltate care se confruntă astăzi cu spectrul deflației au apelat atât la relaxări cantitative cât și la creșterea datoriilor publice. Pentru reluarea creșterii economiei, strategia guvernelor are două ținte majore. Să atenueze efectele scăderilor în cash-flow-rile private prin creșterea deficitelor publice și să substituie deleveraging-ul privat cu credit public până când sistemul de credit se stabilizează. Japonia a început acest efort acum mai mult de un deceniu și încă nu a reușit.

Vor reuși mai repede SUA, Marea Britanie și Zona Euro, care au crescut bazele monetare de câteva ori de la declanșarea crizei financiare? Unele dintre țările dezvoltate amenințate de deflație nu mai au mult spațiu sau nu mai au spațiu deloc pentru creșterea datoriilor publice.

Dimpotrivă, unele state au decis să reducă propriile datorii. Această situație dă noi dimensiuni paradoxului deleverage-ului.

În forma tradițională, paradoxul deleverage-ului consta în faptul că precauția exercitată de gospodării și firme—esențială pentru a readuce economia la o stare normală—amplifică stresul economiei în ansamblu. În această situație, atât guvernele cât și băncile centrale pot interveni pentru a reduce stresul general. Astăzi însă, nu numai sectorul privat, dar și statele fac deleverage, în Europa chiar concertat, astfel că sarcina reducerii stresului general rămâne tot mai mult la băncile centrale.

Este incert dacă relaxările cantitative de până acum au fost suficiente pentru a produce inflația de care economia are nevoie ca să iasă din capcana lichidității. Dar paradoxul deleverage-ului combinat al gospodăriilor, firmelor și guvernelor s-ar putea să mărească necesarul de noi injecții de lichiditate la niveluri care astăzi pot fi cu greu imaginate. În mod paradoxal, politica monetară este singura care are șanse reale să scoată economiile dezvoltate din capcana anticipațiilor. Această situație era de neconceput înainte de 1998.

4. Relaxările cantitative și întârzieri în producerea inflației

Relaxările cantitative înseamnă achiziționarea de către banca centrală a bondurilor guvernamentale sau a altor active financiare de la sectorul privat. Banca centrală “plătește” pentru activele achiziționate prin creșterea depozitelor ținute de bănci la banca centrală. În consecință, baza monetară crește.

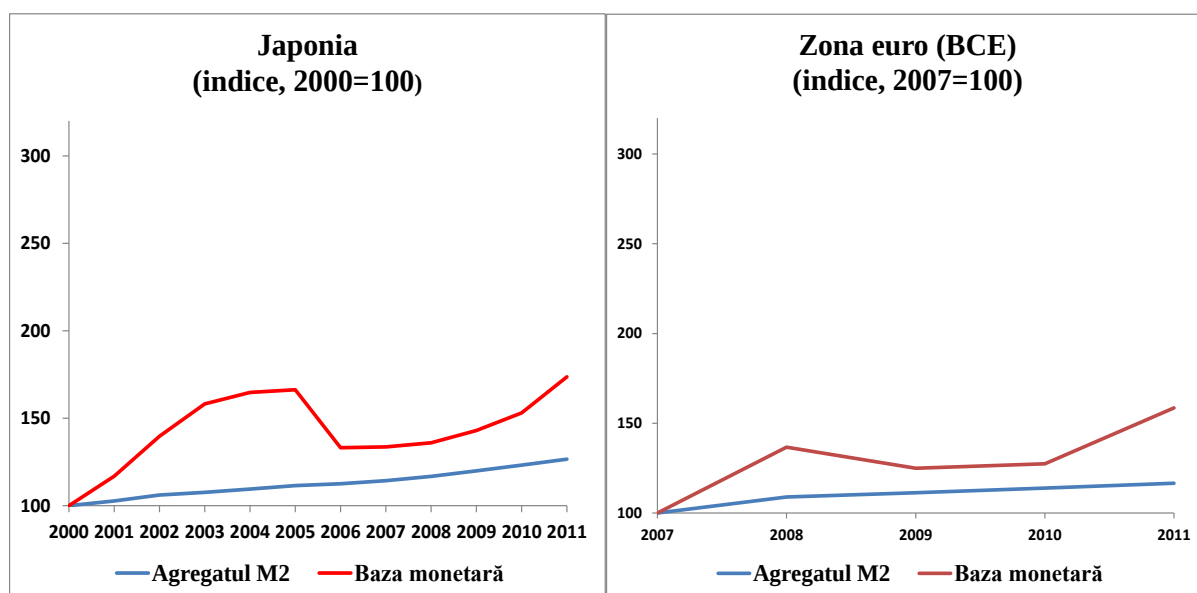
Acest swap de active, repetat sub un angajament de creștere a ofertei de bani ar putea fi inflaționist pe două rute. Prima este reducerea yield-urilor rezultată în urma cumpărării bondurilor, care ar trebui să ducă la creșterea cererii agregate a economiei. A doua este utilizarea de către bănci a lichidității suplimentare, care este temporar plasată la banca centrală, pentru a credita gospodăriile și firmele. Creditarea ar crește banii în sens larg și ar stimula economia.

Până acum rezultatele așteptate nu au apărut pe niciuna dintre cele două rute. Ratele dobânzii pe termen lung au scăzut, dar nivelul producției, deși a crescut timid a rămas totuși mult sub potențial, neputând produce suficientă inflație. Aplatizarea curbei randamentelor la niveluri foarte joase nu lasă suficient loc pentru ca în viitor randamentele să scadă și să ofere investitorilor confortul câștigurilor de capital. Astfel, stimulentele finanțatorilor pentru

extinderea creditelor pe termen mediu-lung aproape a dispărut, iar extinderea maturităților a devenit mai riscantă, subminând investirea.

Mai mult, creditarea nu a crescut sau a crescut prea puțin nu numai pentru că băncile au devenit indiferente între credite și cash, dar și datorită anticipațiilor privind cerințele crescute de capital. Pentru ambele motive, băncile au preferat să țină lichiditatea suplimentară la banca centrală. În schimb, lichiditatea băncilor centrale a crescut foarte mult.

În consecință, în majoritatea economiilor dezvoltate au existat mari creșteri ale bazei monetare acompaniate de creșteri mici ale banilor în sens larg și de și mai mici creșteri ale inflației. Evoluțiile bazei monetare și ale agregatului M2 sunt prezentate pentru Japonia, Marea Britanie, SUA și Zona Euro în graficele de mai jos.



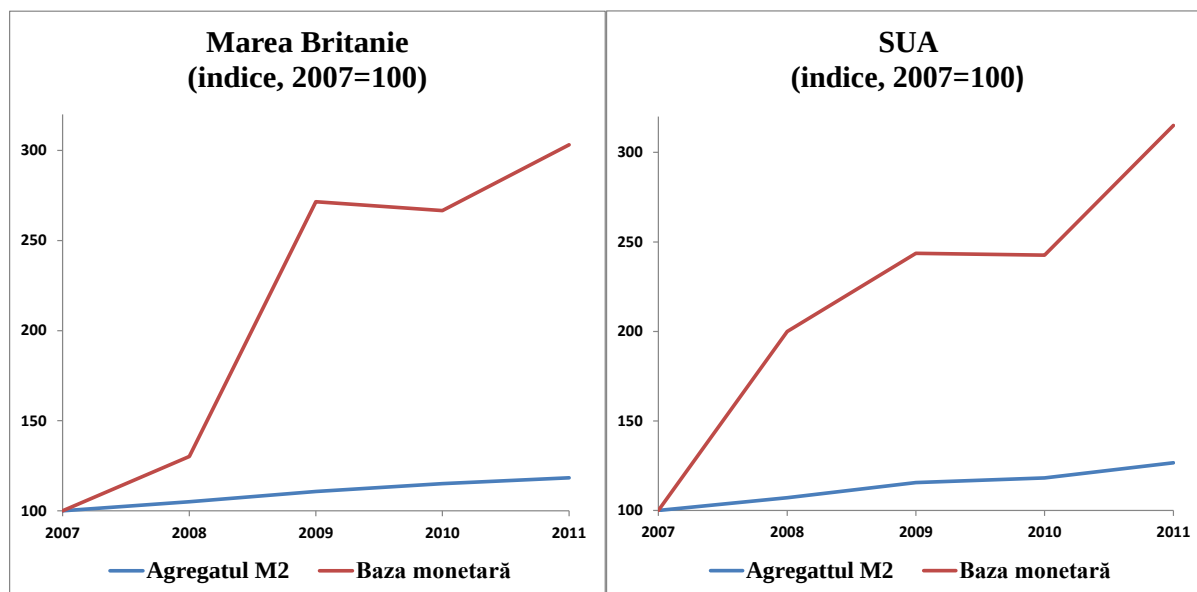
Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters

Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters

Aceste rezultate nu sunt neașteptate. În condițiile capcanei lichidității, creșterea bazei monetare determină creșteri mici ale agregatului M2 deoarece, cu rate ale dobânzii pe termen scurt aproape de zero, publicul este stimulat să țină mai mult cash (componentă a bazei monetare). Depozitele bancare (componentă a lui M2) scad sau, în cel mai bun caz, cresc foarte încet deoarece cash-ul este un substitut pentru depozite. Băncile își sporesc rezervele (componentă a bazei monetare) deoarece preferința lor pentru lichiditate crește.

Conform teoriei, este de așteptat ca ieșirea din capcana anticipațiilor să se producă mai devreme sau mai târziu, odată ce angajamentul pentru creșterea ofertei de bani va deveni credibil. Dar un precedent care să confirme teoria în mod practic nu există. Judecând după

ratele dobânzii pe termen scurt apropiate de zero, după yield-urile scăzute și după gap-ul negativ al producției se poate spune că, după aproape 16 ani, Japonia probabil că este încă în capcana lichidității².



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters

Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters

SUA și țările dezvoltate din Europa par să se afunde și ele tot mai mult în capcana lichidității. Ratele dobânzii pe termen scurt sunt foarte mici, yield-urile sunt foarte joase, economiile operează sub potențial, iar prețurile nu s-au modificat semnificativ deși baza monetară a crescut de 2-3 ori în câțiva ani.

Consecințele negative ale acestor evoluții ar fi agravate și prelungite în timp dacă publicul ar ajunge să anticipeze că situația va dura o perioadă nedefinită. Aceasta ar face foarte dificilă misiunea băncilor centrale de a construi credibilitatea de care au nevoie pentru a putea produce o inflație suficient de mare pentru a scoate economia din capcana lichidității. Prelungirea unei astfel de situații nu ar putea rămâne fără consecințe pentru celelalte economii care nu sunt în capcana lichidității, inclusiv România.

5. Datele confirmă legătura predicționată teoretic dintre bani și inflație

După ieșirea din capcana lichidității baza monetară va avea un nivel mult mai mare comparativ cu cel avut înainte de criză. Aceasta crează îngrijorări în legătură cu inflația pe

² Nu este necesar ca prețurile să scadă pentru a spune că o economie este în capcana lichidității. Werning (2012) a arătat că rata optimă de politică monetară este zero în perioada capcanei lichidității și sare discret la ieșire. Inflația poate să fie pozitivă pe acest parcurs, astfel că absența deflației nu este o dovadă împotriva capcanei lichidității. Pe de altă parte, producția întotdeauna începe sub nivelul ei eficient și crește peste el.

termen mai lung. Unul din principiile după care este condusă politica monetară spune că, pe termen lung, banii sunt neutri față de variabilele reale. Aceasta înseamnă că, pe termen lung, creșterea cantității de bani se reflectă în creșterea prețurilor.

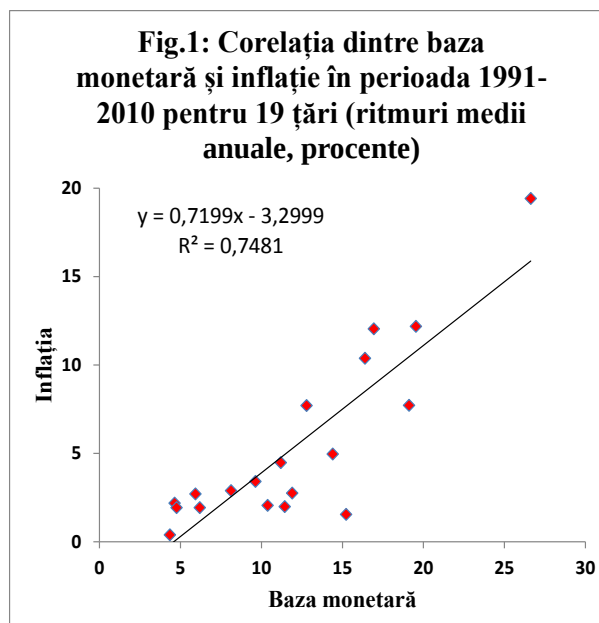
Această afirmație s-ar putea să pară în contradicție cu afirmația că, datorită tehnologiei și inovațiilor financiare, legătura dintre bani și inflație s-a rupt. Nu este însă vorba despre contradicții, ci doar despre confuzii care se fac în mod curent și care alimentează discuțiile publice.

Una dintre confuzii este referitoare la definiția banilor. Afirmația potrivit căreia creșterea banilor se reflectă în mod proporțional în creșterea prețurilor se referă la baza monetară, adică la ceea ce înseamnă “outside money”. Legătura dintre bani și inflație este de fapt legătura dintre baza monetară și inflație. Din acest motiv, într-o anumită perioadă din trecut, strategia băncilor centrale privind controlul inflației s-a bazat pe controlul bazei monetare.

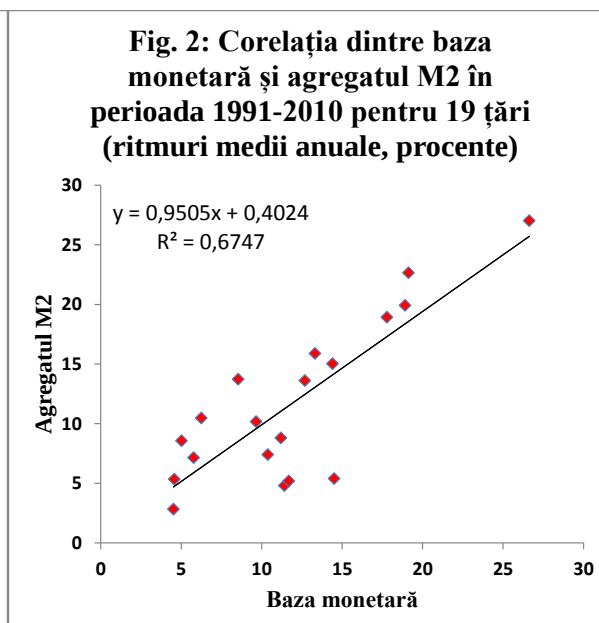
A doua clarificare privește raportul dintre termenul scurt și termenul lung. Argumentul standard pentru neutralitatea banilor față de variabilele reale este formulat pentru termenul lung: o creștere a bazei monetare în perioada curentă și în toate perioadele viitoare va crește prețurile în aceeași proporție. De altfel, Krugman a pornit exact de la această observație ca să facă legătura dintre credibilitatea politicii monetare și capcana lichidității.

De aici și implicația pentru regimul de politică monetară: odată ce capitalurile și rata de schimb se mișcă liber, baza monetară nu mai poate fi controlată în toate perioadele viitoare. Din acest motiv nu se pot garanta nici anumite niveluri dorite ale inflației viitoare. Creșterea bazei monetare nu se reflectă în mod necesar în creșterea inflației pe termen scurt. În consecință, s-a renunțat la țintirea bazei monetare (care nu mai putea fi controlată) și s-a adoptat țintirea explicită sau implicită a inflației.

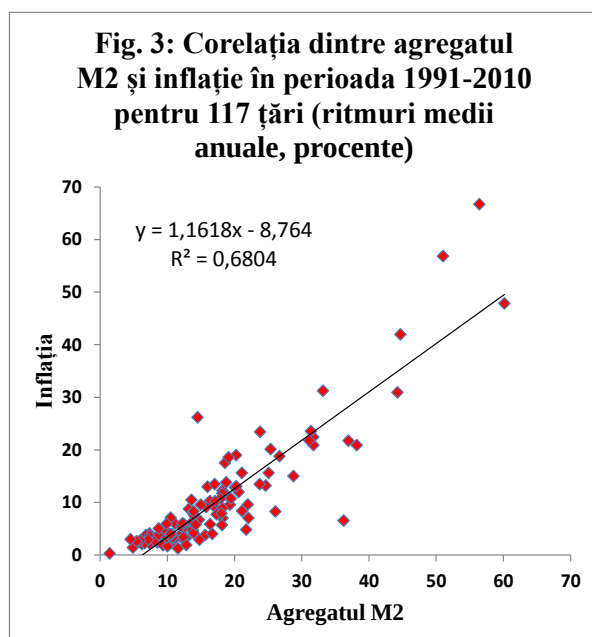
În sfârșit, a treia clarificare privește relația dintre bani, inflație și intermedierea financiară. Propoziția referitoare la neutralitatea bazei monetare nu este condiționată de calitatea bilanțurilor băncilor, de competitivitatea sistemului financiar sau de gradul de îndatorare a firmelor. Baza monetară este pur și simplu neutră pe termen lung. Krugman a arătat că trăsăturile structurale ale sistemului financiar nu pot afecta relația dintre baza monetară și inflație pe termen lung.



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor Reuters

Legătura dintre baza monetară și inflație pentru 19 țări pentru care am dispus de date pentru 20 de ani este foarte bună (Fig. 1). Corelația pe termen lung este foarte bună și între baza monetară și banii în sens larg (agregatul M2) (Fig. 2). Cred că putem spune că atât timp cât această din urmă corelație rămâne bună ea este un indiciu că economia nu a fost în capcana lichidității.

Atât timp cât economiile nu au fost în capcana lichidității, corelația bună dintre baza

monetară și agregatul M2 ne permite să presupunem că și legătura dintre agregatul M2 și inflație reflectă fidel legătura dintre baza monetară și inflație. Într-adevăr, legătura dintre banii în sens larg și inflație este foarte bună pentru 117 țări pentru 20 de ani (Fig. 3).

6. *Inflația după ieșirea din capcana lichidității*

Ar trebui, deci, să fim îngrijorați de inflația viitoare date fiind relaxările cantitative necesare pentru scoaterea economiilor din capcana lichidității? Depinde.

Cei care încă mai cred că măsurarea adecvată a ofertei de bani se face printr-un agregat monetar, de exemplu M2, așa cum au sugerat Friedman și Schwartz, ar trebui să fie îngrijorați. Când economiile vor ieși din capcana lichidității, adică ratele dobânzii nominale vor reveni la niveluri pozitive relevante, banii în sens larg (oferta de bani) vor crește rapid.

În schimb, cei mai mulți bancheri centrali sunt încrezători că injecțiile de lichiditate făcute în ultimii ani pot fi reversate înainte să producă probleme. Totuși, o reversare pe o scară așa largă nu a fost testată vreodată în trecut. În legătură cu ea pot fi asociate mai multe probleme, dintre care momentul reversării și viteza reversării sunt esențiale.

Alegera momentului reversării este o problemă de politică a administrării riscului (risk management policy), așa cum a numit-o Greenspan (2003), și poate avea consecințe profunde. Pentru a sublinia magnitudinea materializării riscului voi da două exemple, unul din perioada premergătoare crizei financiare declașată în 2007 și altul dintr-o perioadă imediat următoare crizei din 1929-1933.

Între 2002 și 2004 Fed-ul și-a asumat un risc calculat. El s-a asigurat prin relaxarea politicii monetare că reduce șansele unei potențiale deflații devastatoare. Rata dobânzii a fost ținută sub nivelul necesar pentru a întoarce economia la ocuparea deplină. Costul acestei asigurări a fost o posibilitate crescută de apariție a supraîncălzirii economiei. Riscul s-a materializat și politica urmată a contribuit în final la bula prețurilor caselor.

Celălalt exemplu este printre foarte puținele, dacă nu singurul, care arată clar potențialele efecte ale unei inversări premature a injecțiilor de lichiditate după dispariția presiunilor deflaționiste. Dacă relaxările cantitative sunt inversate prea devreme, poate apărea o recesiune în formă de W. În perioada 1933-1937, în SUA producția a crescut cu 39 la sută, creșterea începând imediat după ce Franklin Delano Roosevelt a anunțat un plan de re-inflatare a economiei. În 1937, administrația a declarat în mod prematur victoria asupra depresiunii și a renunțat la politicile de inflatare. Producția industrială a scăzut în 1938 cu 30 la sută, iar revenirea a început imediat ce politicile inflaționiste s-au reluat (Eggertson și Puglsey, 2006).

Dar și reversul poate fi un pericol. Dacă relaxările cantitative sunt prelungite prea mult, nu este exclus ca anticipațiile inflaționiste să se lege direct de baza monetară. În acest din urmă caz, asocierea solidă dintre bani și inflație în trecut ar putea transforma anticipațiile privind prețurile în adversar al inflației pentru o perioadă după ieșirea din capcana lichidității. În fond, creșterea bazei monetare prin relaxări cantitative nu este altceva decât monetizarea unor deficite bugetare foarte mari.

Cealaltă problemă a reversării relaxărilor cantitative—viteza—ar putea fi chiar mai dificilă decât alegerea momentului. Dacă la ieșirea din capcana lichidității anticipațiile inflaționiste sunt deja legate de baza monetară, o scădere rapidă în preferința pentru lichiditate a băncilor de la nivelurile înalte de astăzi ar cere o viteză relativ mare de reversare a relaxărilor cantitative. Altfel, anticipațiile inflaționiste legate de nivelul bazei monetare ar putea duce la salarii mai mari, la deprecieri ale monedei sau la creșteri rapide ale prețurilor activelor. Toate acestea ar consolida anticipațiile inflaționiste.

În fine, dacă economiile scapă de capcana lichidității și yield-urile încep să crească către nivelurile istoric normale, pierderile de capital ale băncilor centrale s-ar putea să fie foarte mari. Aceasta, alături de alți factori, explică reticența Germaniei, cel mai mare contributor la capitalul BCE, referitor la relaxările cantitative ale acesteia din urmă.

Pentru a reduce baza monetară, băncile centrale vor trebui să vândă cantitatea uriașă de bonduri achiziționate, ceea ce va duce la scăderea prețurilor acestora și la pierderi de capital. În final, pierderile mari de capital se transformă în inflație dacă ajung să erodeze credibilitatea băncilor centrale. O astfel de erodare ar apărea dacă guvernele supraîndatorate nu ar avea bani să recapitalizeze băncile centrale.

Corelațiile dintre baza monetară și inflație și dintre baza monetară și banii în sens larg s-ar putea să se modifice pentru perioada care va acoperi anii petrecuți în capcana lichidității și următorii câțiva ani după ieșirea din această capcană. Pentru țările dezvoltate care se confruntă cu capcana lichidității probabil că ele nu vor mai arăta ca în figura 1 și respectiv în figura 2, ci s-ar putea să arate ca o dreaptă orizontală.

Asocierea dintre banii în sens larg și inflație va continua însă să aibă o formă care va semăna cu cea prezentată în figura 3. Monetariștii și cei din Școala Austriacă vor interpreta aceste evoluții ca pe confirmări ale credințelor lor conform cărora creșterile bazei monetare curente se scurg în mod inevitabil în banii în sens larg pentru a produce mai târziu inflație.

7. *Inflația joasă a favorizat intrarea în capcana lichidității*

Întrarea multor economii dezvoltate în capcana lichidității este consecința spargerii bulelor prețurilor pe piața bond-urilor și pe piața imobiliară. Ea este dovada valabilității mecanismului de “financial meltdown” descris de Minsky³. În teoria lui se ascunde o lecție importantă care, după cunoașterea mea, nu a fost menționată până acum. Aș formula această lecție astfel: la momentul spargerii unei bule alimentată cu credit este mai bine ca inflația să fie relativ mare.

În esență, teoria lui Minsky spune că economiile capitaliste dezvoltate care au instituții financiare avansate sunt fundamental instabile și susceptibile de a cădea în depresii după ce entitățile economice acumulează datorii pentru a finanța, pe baza unor anticipații euforice referitoare la cash-flow-urile viitoare, cumpărarea de active ale căror prețuri sunt în creștere⁴.

Mai precis, în viziunea lui Minsky, în perioade prelungite de prosperitate, anticipațiile euforice mută economia de la o structură financiară care asigură stabilitatea sistemului la una care face sistemul instabil. În particular, economia se mută de la o structură a creditului dominată de debitori acoperiți⁵ (hedge borrowers) la o structură în care există ponderi mari de debitori angajați în finanțări speculative⁶ (speculative borrowers) sau de tip Ponzi⁷ (Ponzi borrowers). În această călătorie prețurile activelor cresc în mod explosiv.

În paralel, ratele crescânde ale dobânzii și datoriile mari afectează viabilitatea multor activități și călătoria începe în sens invers⁸, cu vânzări de active acum ilichide, ale căror prețuri scad, transformând euforia în panică și lăsând o discrepanță majoră între datoriile acumulate și cash-flow-ul generat de ele.

³ Alte episoade care au validat-o, dar care au fost prea puțin folosite ca exemple de validare, au fost criza inflației și a datoriilor țărilor Lumii a Treia din anii 70, ca și crah-ul din 1987 din SUA și boom-ul acțiunilor companiilor .com.

⁴ Teoria se bazează pe trei piloni de origine keynes-istă: (i) prețurile consumatorilor se formează prin adăugarea unei marje la costurile primare, în timp ce prețurile activelor nu se formează pe baza costului lor, ci pe pe baza valorii nete prezente anticipate a cash-flow-ului aferent; (ii) aceasta din urmă depinde de starea generală a anticipațiilor, care au o bază de formare volatilă: rămân în urma prețurilor în perioadele de declin puternic și o iau înaintea lor în perioadele de revenire sau de boom; (iii) în sfârșit, oferta de bani este în esență determinată endogen de sistemul financiar, controalele impuse de reglementare neputând să o facă strict exogenă (adică furnizată de banca centrală).

⁵ Debitori asigurați împotriva riscului de cash-flow-rile lor.

⁶ Debitori care nu-și pot plăti decât dobânzile și se împrumută pentru plata principalului.

⁷ Debitori care cred că aprecierea activelor lor sunt suficiente pentru a refina datoriile, dar ei nu pot plăti în întregime dobânda sau principalul din cash-flow-uri din investiții

⁸ Multe proiecte cândva finanțate conservativ devin speculative iar cele speculative devin de tip Ponzi. Acestea din urmă trebuie să vândă active pentru a-și finanța serviciul datoriei. Aceasta oprește creșterea prețurilor activelor lăsând mulți debitori de tip Ponzi cu active care nu mai pot fi tranzacționate cu profit și cu datorii care nu mai pot fi plătite din cash-flow. Lichiditatea băncilor scade, ratele dobânzii cresc și mai mult, și deținătorii de active ilichide încearcă să le vândă pentru a obține lichiditate. Aceasta transformă euforia în panică.

În viziunea lui Minski economia se întoarce din nou la stabilitatea segmentului acoperit și de aici expandează din nou *relativ rapid*. Aceasta se întâmplă deoarece statul își crește cheltuielile⁹ pentru a compensa măcar parțial scăderea cash-flow-urilor, iar banca centrală temperează sau chiar reversează scăderea creditului prin acțiuni rapide de injectare a lichidității.

Criza actuală, predicționată de teoria lui Minsky atât în sensul călătoriei de la stabilitate la instabilitate cât și invers, a redat teoriei strălucirea și vizibilitatea pe care o merită cu adevărat. Teoria a fost în ultimii ani extensiv utilizată pentru a contura și a înțelege mai bine etapele care au dus la criza actuală (McCulley, 2009) și pentru a da bază unui nivel crescut de reglementare¹⁰ și de intervenție a guvernului și a băncii centrale.

În plan teoretic ea a stimulat introducerea în modele a creditorilor și a debitorilor în mod distinct (Eggersson și Krugman, 2008), opus modelelor cu unui singur agent reprezentativ, unde preferința pentru lichiditate scade sau crește egal pentru toată lumea. Modelul în care agenți impacientați împrumută de la agenți răbdători permite o mai bună înțelegere de ce mai multă datorie este o soluție la declinul economic indus de datorii.

Dar în teoria lui Minsky există și un alt element, mult mai puțin adus în discuții, care ajută economia să evite intrarea în depresie sau să scurteze perioada de declin inevitabil care apare în urma spargerii unei bule. Acest element este nivelul inflației la timpul spargerii bulei (Minsky, 1986). Cash-flow-urile depind atât de investiții cât și de inflație. În timpul crizei, investițiile scad, lăsând echilibrarea dintre datorii și cash-flow-ul generat de ele dependentă doar de scăderea prețurilor activelor (deflația datoriilor) și de inflație.

O inflație înaltă la momentul apariției crizei ajută cash-flow-urile să crească pentru a plăti datoriile acumulate în perioada exuberanței, chiar și fără creșterea cheltuielilor guvernamentale care să sprijine reluarea investițiilor. Minsky a arătat că acesta este un mecanism de auto-corecție, care ajută economia să își revină trecând prin stagflație, adică pornind cu o creștere economică diminuată și cu inflație relativ mare, dar evitând o perioadă prelungită de declin. Restabilirea condițiilor pentru repetarea ciclului și evitarea căderilor serioase duce la o tendință seculară de descreștere a preferinței pentru lichiditate.

⁹ “... mult mai marea participare a guvernelor naționale pentru a asigura că finanțele nu degenerază ca în perioada 1929-1933 înseamnă că vulnerabilitatea la scădere a fluxurilor de profituri a fost mult redusă” (Minsky 1993).

¹⁰ Prea puțini notează că Minsky a insistat asupra faptului că banii rămân esențialmente endogeni în economie, chiar și atunci când controalele din reglementarea sistemului bancar cresc.

O inflație joasă la momentul apariției crizei nu ajută cash-flow-rile, astfel că firmele ale căror plăți cu dobânzile întrec cash-flow-rile vor trebui să vândă active, vor reduce marjele comparativ cu competitorii sau vor da faliment. Aceste decizii vor tinde să reducă inflația, accentuând dezechilibrul inițial, astfel creând un mecanism prin care economia se afundă în depresie.

Bulele bondurilor și a caselor, care s-au spart în iulie 2007, au apărut pe fondul unei inflații relativ mici, alimentate de anticipații euforice sau de exuberanță irațională. În cuvintele lui Yellen (2009), „Inconștiența care a dominat mijlocul acestei decade a fost hrănită de aproape douăzeci de ani de așa numita “mare moderație”, când cele mai multe economii industrializate au experimentat creștere stabilă și inflație joasă și stabilă ”.

Concluzia noastră este că inflația joasă existentă la spargerea bulei imobiliare și capacitatea redusă a statelor supraîndatorate de a creșterea cheltuielile publice la niveluri adecvate sunt circumstanțe care explică intrarea economiilor dezvoltate în capcana lichidității. Dacă statele ar fi fost mai puțin îndatorate, ar fi putut contribui mai mult la creșterea cash-flow-urilor în economie prin stimularea investițiilor. Dacă inflația ar fi fost mai mare ar fi ajutat în același sens.

Din moment de ciclul economic se va relua, limitarea ponderii datoriilor publice ca procent din PIB la niveluri relativ joase este o condiție necesară ca pe viitor să se evite intrarea în capcana lichidității sau perioade prelungite de declin. Această concluzie este deja încorporată ca principiu ce va ghida în viitor politicile fiscale și de îndatorare publică.

8. Politica monetară, nivelul inflației și prețul activelor

Dar ce concluzie s-ar putea trage cu privire la utilizarea în viitor a politicii monetare? Ar trebui ea utilizată direct pentru a tempera bulele, mai ales pe cele alimentate cu credit, înainte ca acestea să devină prea mari și eventual să împingă economia în capcana lichidității? Sau ar trebui să revedem teoria potrivit căreia inflația trebuie să fie joasă și stabilă?

Este clar că intrarea în capcana lichidității este costisitoare. Ea reduce apetitul pentru asumarea riscului, iar capitalismul modern depinde de asumarea riscului. Severitatea problemelor financiare și economice asociate cu capcana lichidității face necesară intervenția masivă *ex post* a guvernelor și a băncii centrale. Aceste consecințe dau mai multă greutate argumentelor în favoarea încercărilor de a tempera bulele, dar nu schimbă echilibrul dintre argumentele pro și contra.

Rezultatul acestui echilibru este viziunea convențională că obiectivele corecte ale politicii monetare sunt inflația și producția. Sub regimul țintirii implicite sau explicite a inflației, politica monetară ar trebui să răspundă la mișcarea prețului unui activ numai în măsura în care el va afecta traiectoria viitoare a inflației și a producției. De câte ori vor dori să utilizeze politica monetară pentru deflatarea bulelor, decidenții se vor confrunta cu dificultatea identificării bulelor și cu incertitudinile din relația dintre politica monetară și stabilitatea financiară (Yellen, 2009).

Minsky scria că "...dacă o economie cu un corp considerabil de unități financiare speculative este într-o stare inflaționară, și autoritățile încearcă să exorcizeze inflație prin constrângeri monetare, atunci unitățile speculative vor deveni unități Ponzi și valoarea unităților care au fost anterior Ponzi se va evapora repede". Același efect apare însă și dacă într-o economie cu un corp considerabil de unități financiare speculative inflația este joasă și stabilă, așa cum a fost cazul când Fed-ul a crescut rata dobânzii în SUA începând din 2005.

Această situație pune într-o lumină specială problema nivelului inflației la momentul spargerii unei bule alimentată cu credit. Așa cum rezultă din analiza lui Minsky, dată fiind capacitatea statului de a extinde cheltuielile, o inflație mai mare este de preferat. Atunci problema teoretică și practică este identificarea nivelului dezirabil al inflației și a modalităților de atingere a lui de către banca centrală astfel încât costurile nete asociate cu el să fie întrecute de beneficiile pe care le furnizează la spargerea bulei.

Cineva s-ar putea gândi că o relaxare a politicii monetare în mijlocul inflatării unei bule ar furniza o inflație mai mare la momentul spargerii bulei. Dar o astfel de politică are asociate aceleași incertitudini ca și întărirea politicii monetare pentru temperarea unei bule. În plus, ea ar accelera creșterea prețurilor activelor și chiar spargerea bulei înainte de a produce creșterea inflației. În retrospectivă, acesta a fost cazul în SUA în perioada 2002-2004, când relaxarea politicii monetare a inflatat și mai mult bula imobiliară și pe cea a bond-urilor fără să crească inflația.

Opțiunea rămasă este o creștere în nivelului dezirabil al inflației țintite explicit sau implicit. Din moment ce în economiile dezvoltate bazate pe instituții financiare avansate călătoresc în mod inevitabil de la o structură financiară care asigură stabilitatea sistemului economic la una care destabilizează sistemul, atunci o creștere a nivelului dezirabil al inflației este rațională.

Menținerea unui nivel al inflației compatibil cu spargerea bulelor ar putea fi avut în vedere în viitor alături de reglementare adecvată, de creșteri ale deficitelor publice¹¹ și de relaxări cantitative pentru a crea condițiile optime pentru minimizarea efectele spargerii unei bule alimentate de credite. În acest scop, obiectivul politicii monetare ar putea fi îmbunătățit prin trecerea de la țintirea unei inflații joase și stabile la țintirea unei inflații moderate și stabile.

Nivelul considerat moderat ar trebui să fie verificat prin prisma beneficiilor și costurilor care apar de la o astfel de schimbare. Noul nivel mai ridicat ar trebui acompaniat de o serie de reforme¹² pentru a contracara măcar parțial unele efecte negative care ar putea apărea. În final, nivelul ales trebuie să asigure că acele costuri care nu au putut fi compensate prin reforme, vor fi depășite de beneficiile rezultate din evitarea intrării economiilor în capcana lichidității.

9. Concluzii

Criza actuală a confirmat valabilitatea viziunii lui Minsky privind călătoria economiei de la stabilitate la instabilitate, dar a produs surpriza capcanei lichidității. Faptele întârzie să confirme viziunea lui Minsky că economia se poate întoarce relativ rapid la stabilitate.

S-ar putea ca economiile care actualmente sunt în capcana lichidității să se îndrepte spre stabilitate, dar nu către acel tip de stabilitate în care să opereze cu inflații moderate la nivelul ocupării depline, cu curbe normale ale randamentelor și cu ratele dobânzii oscilând în jurul nivelurilor istoric normale. Stabilitatea s-ar putea să fie pentru o lungă perioadă asemănătoare cu cea din Japonia ultimilor aproape două decenii.

Soluția pentru ieșirea țărilor din capcana lichidității se află acum la băncile centrale.

Economiștii sunt de acord că este nevoie ca acestea să producă mai multă inflație. Dar pentru a face așa, băncile centrale au nevoie să se angajeze în mod credibil la acest efort, o sarcină care nu este deloc ușoară.

Am argumentat că mutarea obiectivului politicii monetare de la țintirea unei inflații joase și stabile la țintirea unei inflații moderate și stabile ar putea ajuta la evitarea intrării economiilor în depresie sau în capcana lichidității atunci când bulele alimentate cu credit se sparg. Nu se

¹¹ Nu este vorba neapărat de creșterea cheltuielilor publice. Politicile de stimulare a cererii devin mai puțin efective în capcana lichidității decât în circumstanțe normale. Motivul principal este că stimulii cererii conduc agenții să creadă că lucrurile sunt chiar mai rele decât credeau ei. În contrast, politicile pe partea ofertei, cum ar fi reducerea impozitelor pe venit duc la optimism relativ și devin mult mai puternice (Mertens și Ravn, 2010).

¹² Unele dintre aceste reforme sunt amintite în Balnchard, Dell`Ariccia, și Mauro (2010).

poate include între obiectivele politicii monetare temperarea bulelor prețurilor activelor care odată sparte provoacă daune serioase economiilor.

Ieșirea din capcana lichidității va fi acompaniată de creșterea randamentelor la bondurile suverane achiziționate de băncile centrale și de scăderea preferinței pentru lichiditate a băncilor. Aceasta va necesita o vânzare relativ rapidă a bondurilor deținute de băncile centrale.

Pe de o parte, dacă în perioada capcanei anticipațiilor s-a stabilit o legătură între anticipațiile inflaționiste și banza monetară, o vânzare prea înceată a bondurilor ar putea produce inflație. Pe de altă parte, o vânzare rapidă ar putea produce pierderi semnificative băncilor centrale. Dacă statele nu vor fi pregătite să acopere eventuale pierderi ale băncilor centrale, credibilitatea acestora din urmă va scădea, iar pierderile s-ar putea transforma în inflație .

Parte din lichiditatea în exces existentă în țările dezvoltate și parcată temporar la băncile centrale ar putea să se îndrepte către economiile emergente când preferința pentru lichiditate va scădea. Aceasta ar putea să ducă la lărgirea deficitelor de cont curent în țările emergente, inclusiv în România. Vor fi atât beneficii cât și riscuri. Beneficiile vin de la accelerarea creșterii economice. Riscurile se referă la aprecierea monedei și la acumularea de dezechilibre externe de tipul celor care au stat la baza crizei din 2007.

Experiența acumulată în conducerea politicilor macroeconomice și reglementările îmbunătățite ar putea ajuta la atenuarea efectelor adverse, dar nu le vor putea contracara.

BIBLIOGRAFIE

- Blanchard., Olivier, Dell’Ariccia., Giovanni, and Mauro., Paolo (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note 10/03.
- Calvo., A. Gilermo (1991). *The Perils of Sterilization*, IMF, Staff Papers, Vol. 38, No. 4 (Dec), pp. 921-926.
- Iván Werning (2012). *Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy*, MIT (this version: January 2012)
- Yellen., L. Janet (2009). *A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers*, Prezentare la 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies—“Meeting the Challenges of the Financial Crisis”, New York.
- McCulley., Paul (2009). *The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey*, CFA Institute, Research Foundation Publications, December 2009, Vol. 2009, No. 5.
- Mertens., Karel, and Ravn., O. Morten (2010), *Fiscal Policy in an Expectations Driven Liquidity Trap*, prezentare la European Summer Symposium In International Macroeconomics (Essim) 2010, Banco De España, Tarragona, Spain; 25-28 May 2010.
- Minsky., P. Hyman (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.
- Minsky., P. Hyman (1993). *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper No. 74, May 1992, prepared for Handbook of Radical Political economy, edited by Philip Arestis and Malcolm Swayer, Edward Elgar: Aldershot (1993).
- Greenspan., Alan (2003) “Monetary Policy under Uncertainty,” remarci la un simpozion al Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29.
- Eggertsson., B. Gauti and Woodford., Michael. 2003. The zero bound on interest rates and optimal monetary policy. *Brookings Papers on Economic Activity* 2003(1), 212–19.
- Eggertsson., B. Gauti and Puglsey, B. 2006. *The mistake of 1937: a general equilibrium analysis*, în Monetary and Economic Studies.
- Eggertsson., B. Gauti, Krugman., Paul (2010). *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*, (Nov).
- Krugman., Paul (1998). It’s baaack! Japan’s slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 1998(2), 137–87.