

TENDINȚA SPRE SECUNDARITATE ÎN ADMINISTRAREA DEZECHILIBRELOR GLOBALE

(Preliminar)

Lucian Croitoru

4 Iunie 2015

Mulțumesc colegilor mei Mihai Copaciu, Andrei Tănase și Alina Constantinescu pentru comentariile utile asupra unor versiuni ale acestui studiu. Eventualele erori îmi aparțin.

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

SUMAR

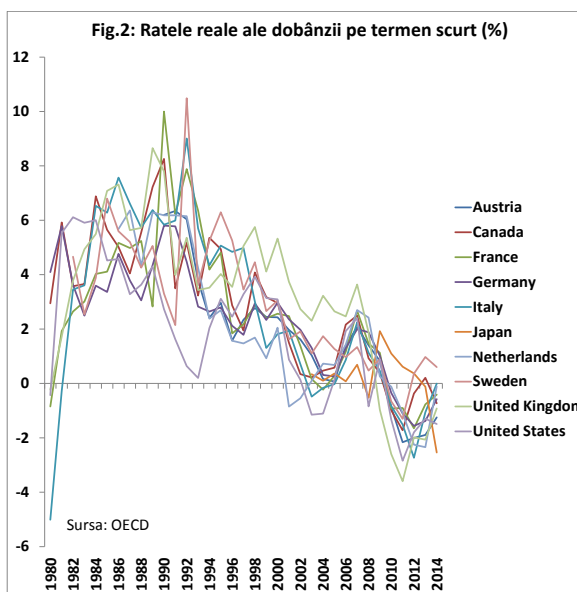
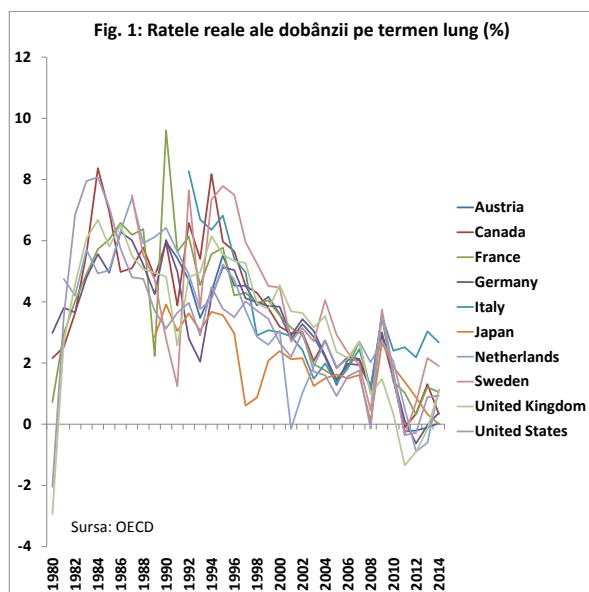
În acest studiu analizăm factorii care duc la scăderea ratelor reale ale dobânzii pe termen lung. Arătăm că în țările dezvoltate, scăderea numărului mediu de ore lucrate de o persoană, scăderea ritmului de creștere a productivității muncii și apariția excedentului global de economisiri explică bine scăderea ratelor reale ale dobânzilor. Prezintă ipoteza conform căreia țările își schimbă poziția de importator/exportator net de capital financiar astfel încât riscurile care se materializează odată cu apariția unei crize financiare să fie localizate în țările cel mai bine poziționate pentru a le gestiona. Definim aceste schimbări de poziții ca pe un proces de punere în secundaritate a țărilor cu excedent de economisiri față de SUA. Procesul este cauzat atât de guverne, care au dorit trecerea la excedente de economisiri, așa cum a fost cazul în țările asiatice (Bernanke, 2005) sau la limitarea deficitelor bugetare, ca în zona euro și Uniunea Europeană, cât și de factorii fundamentali care slăbesc cererea de investiții, cum ar fi încetinirea creșterii populației sau apariția de noi industrii mai puțin capital intensive.

Cuprins

Introducere	4
De ce scad ratele dobânzii – o explicație pe baza factorilor fundamentali	5
De ce a apărut excedentul global de economisiri – ipoteza secundarității	6
Excedentul de economisiri, ratele de politică monetară și curba randamentelor	9
Perspectivile dezechilibrelor globale	12
Concluzii pentru România.....	13

Introducere

În țările dezvoltate, (i) ratele dobânzilor/rendamentele au fost în ultimii ani foarte joase sau (în Europa) chiar negative (Fig. 1 și Fig.2), iar (ii) producția a rămas sub potențial și a crescut la rate joase după izbucnirea crizei în 2008. Creșterea economică scăzută de la începutul crizei și până în prezent a făcut necesar ca în unele economii, ratele de politică monetară să coboare aproape de zero. În România, creșterea economică a revenit la niveluri relativ înalte în ultimii doi ani, iar în lipsa reducerii TVA, probabil că inflația ar fi revenit în apropierea țintei centrale la sfârșitul acestui an. Cu toate acestea, s-ar putea să fie necesar ca BNR să reducă în continuare ratele dobânzii de politică monetară.



Această necesitate nu derivă din reducerea TVA, care va duce, temporar, la deflație. La un nivel mai profund și pentru o perioadă mai lungă, ea ar putea deriva relativ curând din legăturile comerciale și financiare ale economiei românești cu economiile unde se așteaptă ca ratele dobânzii să rămână joase pentru o perioadă lungă de timp. Chiar și în absența reducerii TVA, presiuni pentru reducerea ratei dobânzii de politică monetară în România vin de la ratele joase de politică monetară la nivel internațional¹. Date fiind aceste rate scăzute, o reducere insuficientă a ratei de politică monetară de către BNR ar rezulta în aprecierea leului². În actualul context, aprecierea ar amplifica deflația generată de reducerea TVA, riscând să schimbe natura anticipațiilor din inflaționiste în deflaționiste și să încetinească creșterea economică.

¹ În România, ratele efective de creștere a PIB au fost, în ultimii ani mai mari decât ratele de creștere a PIB potențial, ceea ce a dus la o reducere a deficitului de cerere. Totuși, acesta este încă dezinflaționist, ceea ce înseamnă presiuni pentru reducerea inflației, chiar dacă tind să scadă.

² Este nerealist să imaginăm un caz în care cererea în țările dezvoltate ar rămâne suficient de scăzută în raport cu potențialul încât să necesite păstrarea la zero a ratelor dobânzii de politică monetară și, în același timp, producția efectivă în România să depășească producția potențială, necesitând creșterea ratelor dobânzii. Această creștere a ratei dobânzii ar aprecia leul în exces față de aprecierea indusă de intrările de capitaluri, contribuind și mai mult la încetinirea creșterii economice. O astfel de situație ar conduce la pierderea instrumentului de politică monetară în România, deoarece temperarea intrărilor mari de capitaluri și riscurile asociate ar cere reducerea ratei dobânzii, iar presiunile inflaționiste ar cere creșterea ratei dobânzii.

De ce scad ratele dobânzii – o explicație pe baza factorilor fundamentali

Pe termen lung, rata dobânzii este determinată de tehnologie, care afectează în mod direct productivitatea factorilor, de creșterea forței de muncă și de rata preferinței de timp (Woodford, 2003)³. Primii doi sunt și factori direcți ai creșterii economice. Practic, presupunând că producția este dată de o funcție Cobb-Douglas în care elasticitatea capitalului este egală cu zero, creșterea economică este suma dintre ritmul de creștere a productivității totale a factorilor și ritmul de creștere a forței de muncă. Perspectivele privind creșterea economică afectează cererea de investiții și, astfel, rata dobânzii⁴.

Celălalt factor – rata preferinței de timp – arată impaciența oamenilor de a consuma în prezent comparativ cu o perioadă viitoare. Cu cât este mai mare această impaciență, cu atât mai mare este compensația (dobânda) de care are nevoie un agent economic pentru a amâna consumul, adică pentru a economisi. Pe termen scurt, cei trei factori menționați se pot abate de la starea stabilă, determinând variații în rata dobânzii⁵.

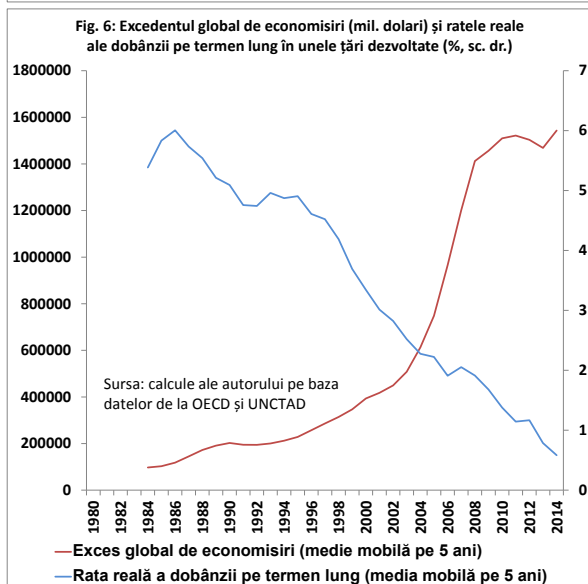
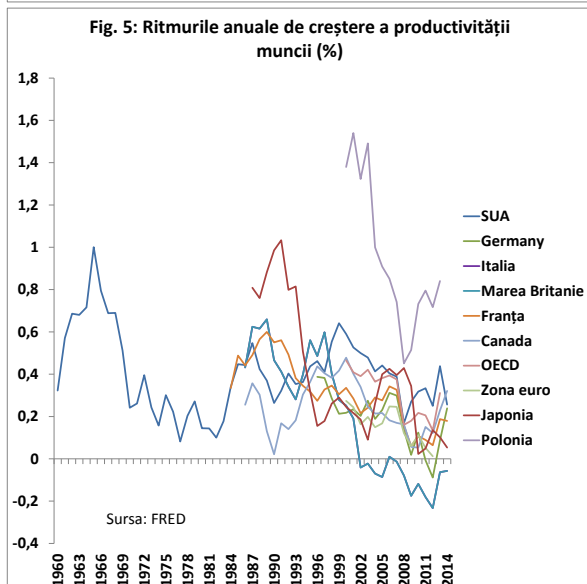
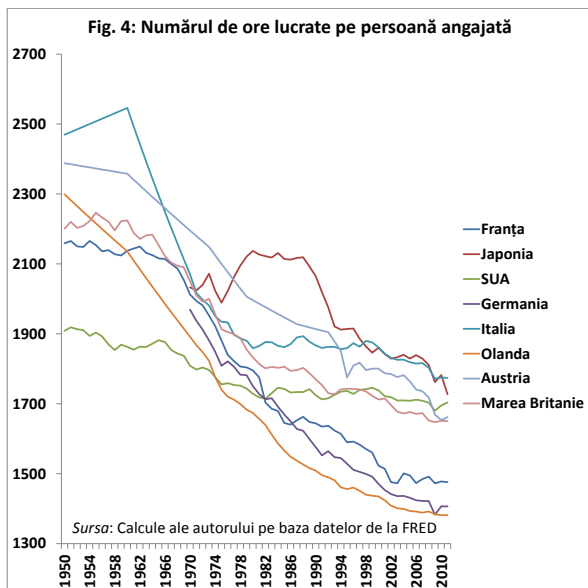
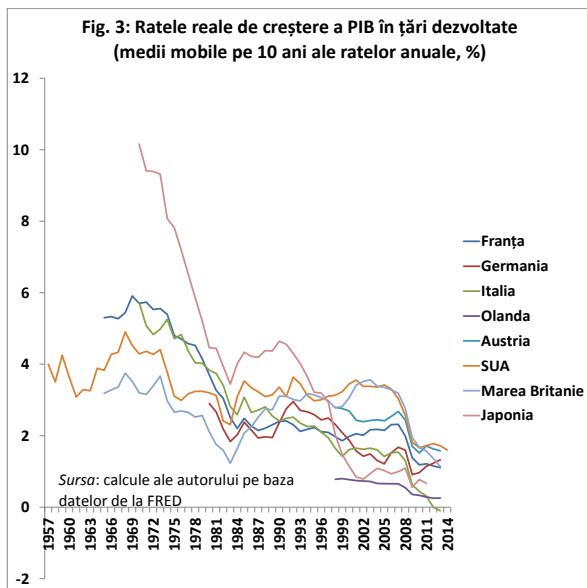
Din Fig. 3. se vede că în țările dezvoltate, ratele de creștere economică s-au așezat pe un trend scăzător de la începutul anilor 70, arătând că productivitatea muncii și forța de muncă au contribuit la scăderea ratelor reale ale dobânzii (Fig. 4 și Fig. 5). Totuși, din compararea figurilor care arată ratele reale ale dobânzii (Fig. 1 și Fig. 2.), cu figura care arată ratele de creștere a PIB (Fig. 3), se vede că ratele reale ale dobânzii au început să scadă cu aproape 20 de ani mai târziu decât ratele de creștere economică. Aceasta înseamnă că în cei aproape 20 de ani care au precedat scăderea ratelor dobânzii, rata preferinței de timp a fost relativ înaltă, favorizând consumul în raport cu economisirile și compensând influența scăderii ratelor de creștere economică asupra dobânzilor.

Evoluțiile prezentate se corelează bine cu faptul că până în anii 80 nu a existat un excedent global de economisiri. Țările care astăzi au deficite sau surplusuri de cont curent au avut echilibre de cont curent până la mijlocul anilor 70, când au început să se înregistreze abateri relativ mici de la echilibru. Excedentul global de economisiri și deficitul de cont curent al SUA, care au apărut la începutul anilor 80, s-au amplificat treptat începând cu a doua jumătate a deceniului opt. În Fig. 6 se vede corelația inversă dintre creșterea excedentului de economisiri și scăderea ratei medii a dobânzii pe termen lung, calculată pentru țările prezentate în Fig.1 și Fig.2.

³ Woodford (2003) include între factorii determinanți ai ratei reale a dobânzii și cheltuielile guvernamentale. Totuși, aici ne referim numai la factorii fundamentali, cei care nu depind direct de guvern. Woodford se referă indirect la rata preferinței de timp, pe care o include într-un vector care arată schimbările în preferințe.

⁴ O cerere crescută de investiții înseamnă că randamentele noilor proiecte de investiții depășesc costul capitalului. Cele două sunt în legatură din lipsa arbitrajului cu rata de politică monetară. O cerere crescută de investiții apare, de asemenea, dacă populația crește.

⁵ Aici presupunem că economia este condusă după un model de echilibru general în care banca centrală minimizează o funcție de pierdere, astfel încât rata dobânzii este stabilită la nivelurile care asigură intertemporal minimizarea pierderii. Aceasta înseamnă că banca centrală identifică șocurile și răspunde la acestea în concordanță cu regula optimă de reacție. Alternativ, banca poate avea o funcție Taylor, în care răspunde la abaterile inflației de la țintă și la abaterile producției de la nivelul potențial (și eventual la abaterile ratei de schimb de la un nivel asumat implicit sau explicit ca preferat). În acest din urmă caz, rata dobânzii nu mai este stabilită în funcție de abaterile celor trei elemente de la starea stabilă.



De ce a apărut excedentul global de economisiri – ipoteza secundarității

Apariția excedentului global de economisiri nu ar fi fost posibilă înainte de îndeplinirea a două condiții. Prima este libera circulație a capitalurilor. Liberalizările fluxurilor de capital au fost realizate treptat, după căderea sistemului monetar de la Bretton Woods în 1971. Nu ar fi avut sens ca țările să economisească fără ca economisirile să poată migra în țări care ar fi avut nevoie de ele și care le-ar fi putut fructifica mai bine pentru a finanța excedentul de investiții în raport cu economisirile (deficitele de cont curent). Totuși, circulația liberă a capitalurilor a fost doar o condiție necesară, nu și suficientă, pentru apariția excedentului global de economisiri.

A doua condiție este prevalența unor rate ale inflației relativ joase și stabile. Economisirile nu pot apărea dacă inflația este mare și volatilă. Cu astfel de caracteristici, iluzia banilor și alți factori fac ca inflația să fie în mod sistematic mai mare ca ratele nominale ale dobânzii, fiind un stimulent pentru accelerarea cheltuielilor de consum. În anii 70, concepția privind politica

monetară a fost confuză și inflația a fost relativ mare și volatilă în multe țări dezvoltate, împiedicând economisirile, dar frânând și creșterea economică. De asemenea, tot în anii 70, prețul petrolului a crescut ca urmare a unor limitări ale producției în țările OPEC, ceea ce a constituit un șoc pe partea ofetei. În Fig. 3 se vede că în anii 70, ratele de creștere economică au avut cea mai abruptă pantă de scădere.

Abia în 1979 s-a adoptat o politică de combatere eficientă a inflației în SUA. Ca urmare, rata inflației a atins niveluri relativ reduse abia începând cu anul 1984. Este exact momentul în care excedentul global de economisiri devine notabil. Cu inflație redusă, comportamentul oamenilor de a cheltui cât mai repede pentru a nu pierde valoarea banilor, dezvoltat în perioada marii inflații, s-a schimbat și economisirile au început, în sfârșit, să crească. Aceasta este explicația pentru care ratele dobânzilor au început să scadă cu aproape 20 de ani mai târziu comparativ cu momentul la care au început să scadă ratele de creștere economică în țările dezvoltate.

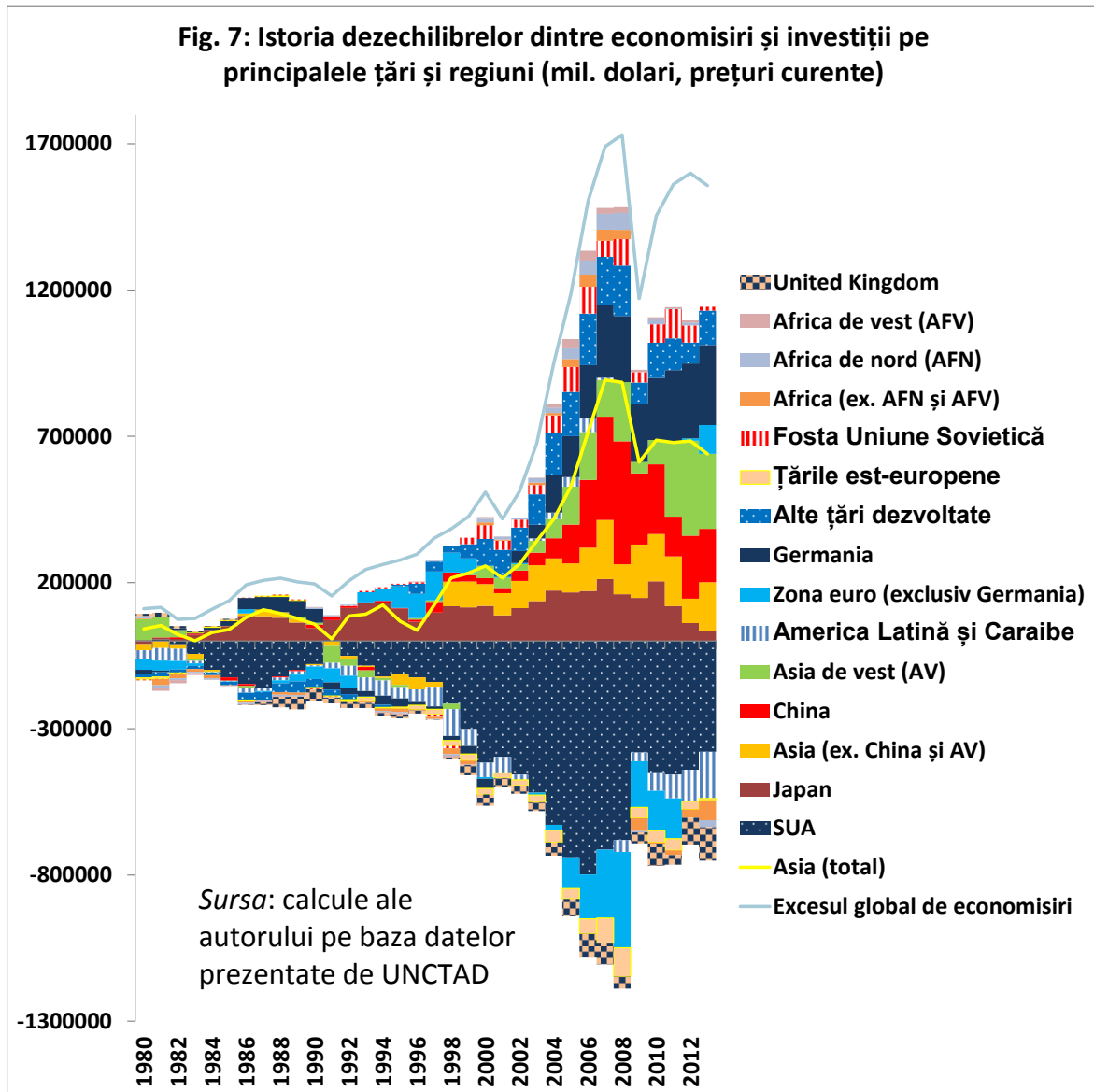
Cauza profundă a creșterii economisirilor o reprezintă îmbătrânirea populației în țările dezvoltate și distribuția preponderentă către aceste țări a produsului global. Oamenii în vârstă și relativ bogați economisesc mai mult decât restul populației, în contradicție cu ipoteza ciclului de viață. În țările dezvoltate, raportul dintre pensionari și angajați a început să crească pe la mijlocul anilor 70, astfel că înclinația spre economisire a populației acestor țări a crescut. În același timp, raportul dintre capital și muncă a început să crească, reducând randamentul investițiilor.

Conform teoriei, surplusurile de economisiri care apar în țările dezvoltate ar trebui să migreze pentru a finanța țările în curs de dezvoltare și piețele emergente. În aceste din urmă economii, forța de muncă crește mai rapid și raportul dintre capital și muncă este relativ redus, oferind randamente mai mari. Totuși, așa cum se vede din Fig. 7, datele din ultimii 35 de ani contrazic această logică economică de bază. Datele arată două tendințe majore. Prima este migrarea excedentului de economisiri preponderent către țările dezvoltate, în special SUA. A doua tendință este migrarea țărilor, indiferent de gradul de dezvoltare, în grupul țărilor cu excedent de economisiri, cu câteva excepții, dintre care cea notabilă este SUA. Această a doua tendință se observă mai ușor dacă se analizează structura pe țări a excedentului global de economisiri după fiecare criză (recesiune).

Primele țări cu excedent de economisiri au fost cele din Asia de Vest, care sunt mari exportatoare de petrol. Creșterea abruptă a prețului petrolului în perioada 1973-1982 a ajutat aceste țări să devină exportatori neți de capital financiar. După criza din 1982, în grupul țărilor cu excedent de economisiri au intrat Germania și Japonia⁶. După recesiunea globală din 1991, în grupul țărilor cu excedent de economisiri au intrat viitoarele membre ale zonei euro. După criza din 1997, au intrat țările asiatice și grupul țărilor dezvoltate (altele decât SUA, Japonia, țările din zona euro și Marea Britanie). Criza din Brazilia din 1999 și cea din Argentina din 2002 a făcut ca grupul țărilor din America Latină și Caraibe, în ansamblu, să aibă excedent de

⁶ Și România a avut excedent de economisiri (surplus de cont curent) între 1982 și 1989 ca urmare a politicilor forțate de reducere a importurilor și de economisiri forțate generate de exportul producției, chiar dacă cererea de bunuri a populației era nesatisfăcută.

economisiri în perioada 2003-2007 (devenind exportatori neți de capital financiar). Tot în 2003, grupul țărilor din zona euro (excluzând Germania,) a revenit la deficit de economisiri, devenind importatori neți de capital financiar, pentru ca în 2013 să reîntre în grupul țărilor cu excedent de economisiri. Notabil, grupul țărilor est europene⁷ nu a fost niciodată exportator net de capital, după 1990, dar după criza din 2008, în special începând din 2012, aceste țări și-au redus masiv deficitul de cont curent (excedentul de investiții).



Cea de-a doua tendință pe care am descris-o mai sus este o generalizare a ideii enunțate de Bernanke (2005), conform căreia, crizele financiare sunt principalul factor de schimbare a poziției contului curent în economiile emergente. El a arătat că, în răspuns la aceste crize, economiile emergente au ales în mod deliberat sau au fost nevoite să aleagă să renunțe la poziția de importatori neți de capital financiar și să devină exportatori neți, pentru a putea

⁷ Bulgaria, Croația, Cehia, Polonia, România, Slovacia (până în 2009 când a intrat în zona euro), Slovenia (2007) și Ungaria.

administra mai bine instabilitatea fluxurilor de capital și a ratelor de schimb și pentru a reduce datoria externă.

Datele prezentate în Fig. 7 arată însă că există un proces mai amplu decât cel sugerat de Bernanke (2005). Așa cum am arătat, țările își schimbă poziția de importator/exportator net de capital financiar astfel încât riscurile care se materializează odată cu apariția unei crize financiare să fie localizate în țările cel mai bine poziționate pentru a le gestiona. Definim aceste schimbări de poziții ca pe un proces de punere în secundaritate a țărilor cu excedent de economisiri ⁸ față de SUA. Procesul este cauzat atât de guverne, care au dorit trecerea la excedente de economisiri, așa cum a fost cazul în țările asiatice (Bernanke, 2005) sau la limitarea deficitelor bugetare, ca în zona euro și Uniunea Europeană, cât și de factorii fundamentali care slăbesc cererea de investiții, cum ar fi încetinirea creșterii populației sau apariția de noi industrii mai puțin capital intensive.

SUA are câteva caracteristici care o fac să aibă cea mai mare capacitate de a gestiona ieșirile rapide de capitaluri, deprecierea monedei, scăderea abruptă a prețurilor activelor interne, slăbirea sistemului bancar și recesiunea care apar în urma unei crize. Miezul tare al acestor caracteristici îl constituie: (i) statutul dolarului de monedă de rezervă; (ii) flexibilitatea crescută a pieței muncii comparativ cu alte țări; (iii) libertatea crescută, sofisticarea înaltă și adâncimea piețelor financiare care dispun de instrumente, instituții și populații adecvate de investitori; și, nu în ultimul rând, (iv) risc politic foarte scăzut și drepturi de proprietate foarte puternice. Toate aceste caracteristici se combină pentru a menține o concurență puternică care duce la adoptarea de noi tehnologii și la creșterea productivității.

Excedentul de economisiri, ratele de politică monetară și curba randamentelor

Tendențele prezentate mai sus pot fi sumarizate din perspectiva factorilor fundamentali ai investițiilor și economisirilor. Pe de o parte, încetinirea creșterii populației și a forței de muncă active sau chiar scăderea acestor categorii au redus cererea pentru investiții. Mai mult,

⁸ Într-o perspectivă mai amplă, se poate face o paralelă cu „secundaritatea” ca proces civilizator, concept introdus de Rémi Braque pentru a explica rolul Romei în formarea culturii europene. „A spune că suntem romani este chiar contrariul unei identificări cu un strămoș prestigios. Este o deposedare, nu o revendicare. Înseamnă a recunoaște că în fond nu am inventat nimic, ci pur și simplu am știut să transmitem fără a-l întrerupe ci plasându-ne în el, un curent venit de mai sus.” (Brague, 2002). Cu alte cuvinte, Roma, cuceritoarea Greciei antice, conștientă de inferioritatea culturală față de Grecia, a creat un mecanism pentru a transmite cultura grecească în Roma. Într-o preleregere referitoare la modernitate, Horia-Roman Patapieviici spunea, plecând de la Brague, că există trei condiții ca „secundaritatea” să acționeze ca proces civilizator: (i) să înțelegi că nu ai înțelepciunea pe care o cauți; (ii) să înțelegi că această înțelepciune există la alții; și (iii) să ai capacitatea de a o asimila. Shiffman (2005) spune, referindu-se la lucrarea lui Brague că „’Secundaritatea’ este conștientă că originea și punctele de referință ale culturii cuiva au și ar trebui să aibă sursa într-o altă cultură”. În textul meu, țările cu excedent de economisiri se pun într-un „raport de secundaritate” față de SUA. Țările care nu îndeplinesc caracteristicile SUA pentru a fi „borrower of last resort”, pe care le-am menționat în text, au totuși următoarele caracteristici: (i) caută „înțelepciunea” (adică cunoașterea, instrumentele, instituțiile și sinergia dintre toate acestea) de a administra riscuri; (ii) înțeleg că această „înțelepciune”, există în primul rând în SUA; (iii) au capacitatea de a dobândi „înțelepciunea”, dar procesul de dobândire durează, astfel că apare procesul de „transport” al riscurilor ce decurg din dezechilibrele globale în țara care le poate administra cel mai bine, și anume SUA. Transportul înseamnă crearea excedentelor de economisiri, care, la același nivel de dezvoltare înseamnă riscuri mai mici, dar și oportunități mai mici de investiții și creștere economică.

scăderea ritmului de creștere a productivității muncii a dus la scăderea perspectivelor creșterii economice, ceea ce, de asemenea, a depresat cererea de investiții.

Pe de altă parte, îmbătrânirea populației, cât și tendința de plasare a riscurilor care se materializează în urma apariției unei crize în țările cele mai capabile să le administreze (adică secundaritatea) a crescut înclinația spre economisiri. Treptat, în tot mai multe economii emergente sau dezvoltate, economisirile *ex ante* (dorite) au întrecut investițiile *ex ante* (dorite). Astfel, dată fiind natura virtual deschisă a economiilor lumii, în unele țări au apărut excedente de economisiri, care sunt exportate în economiile cu deficite de economisiri⁹. În esență, excedentul/deficitul de economisiri este rezultatul modificărilor în creșterea populației, a productivității și a ratei preferinței de timp. El explică o parte importantă din comportamentul ratelor dobânzii pe termen lung.

Ratele dobânzii pe termen lung fără risc încorporează trei componente: inflația anticipată, anticipațiile privind viitoarele rate pe termen scurt (adică schimbările viitoare în politica monetară) și un termen neobservabil, prima de timp. Ultimul termen este acel venit suplimentar pe care investitorii îl obțin dacă investesc în titluri cu maturități lungi în loc să investească succesiv în titluri cu maturități scurte (Bernanke, 2015). Pornind de la structura curbei randamentelor pentru ratele fără risc, celelalte rate ale dobânzii reflectă în plus riscurile de credit, de piață și de lichiditate și raportul dintre cererea și oferta pentru fiecare activ financiar¹⁰.

Excedentul de economisiri influențează în mod direct atât capătul scurt al curbei randamentelor cât și capătul lung. Influența asupra ratelor dobânzii pe termen scurt apare deoarece, prin definiție, excedentul de economisiri influențează rata naturală a dobânzii – acea rată la care economisirile dorite și investițiile dorite sunt egale la nivelul potențial al producției. Pe măsură ce excedentul de economisiri a crescut, rata naturală a dobânzii a

⁹ Într-o lume imaginară, formată numai din economii închise, economisirile ar fi în mod necesar egale cu investițiile.

¹⁰ Borio și Disyatat (2011) arată că accentul pus în explicarea scăderii ratelor dobânzii pe excesul de economisiri este logic din perspectiva ipotezei că banii sunt neutri pe termen lung. Totuși, rolul banilor și al finanțelor, precum și cel al anticipațiilor este important, astfel că ratele dobânzii reflectă interacțiunea dintre funcția de reacție a băncii centrale și credințele sectorului privat. În viziunea lor, ipoteza că banii sunt neutri este nerealistă, deoarece crizele succesive au arătat că banii și finanțele pot avea efecte pe termen lung. Ei au exploatat această viziune pentru a arăta că banii și factorii financiari, în special îndatorarea, amplifică fluctuațiile ciclice. De exemplu, stocul de capital poate crește în timpul unui boom datorită condițiilor financiare favorabile, ceea ce temperează inflația și crează impresia că nu există motive pentru întărirea politicii monetare (Borio și Disyatat, 2014). Când bula financiară se sparge, stocul mare de datorie este o moștenire care necesită timp pentru a fi rezolvată, adică banii nu sunt neutri (această explicație este similară cu cea dată de Minsky în 1986 referitor la cauzele pentru care o economie intră în recesiune în urma spargerii unei bule financiare). O consecință a acestei viziuni, pe care Borio și Disyatat o explicitează este aceea că „[politicile] care nu se opun boomurilor –dar se relaxează agresiv și persistent în timpul perioadelor de declin – induc o deplasare în jos a ratelor dobânzii în timp și o deviere în sus a nivelului datoriei”. Din perspectiva care ne interesează aici, concluzia lor este că trendul de scădere a ratelor reale ale dobânzilor nu reflectă pasiv schimbările în fundamentele macroeconomice, ci le influențează la rândul lor. Politicile (monetare și fiscale) contribuie la tendința de scădere a ratelor dobânzilor, iar ratele scăzute ale dobânzii amplifică îndatorarea, creând o „capcană a datoriei”, care face imposibilă creșterea ratelor dobânzii fără a produce daune economiei. Viziunea lor este total opusă viziunii „capcanii lichidității”, pe care o împărtășesc și eu, în care, în unele cazuri, cum s-a întâmplat și în țările dezvoltate în criza din 2008, ratele dobânzilor nu pot fi coborâte la nivelul ratei naturale, pentru a relansa economia.

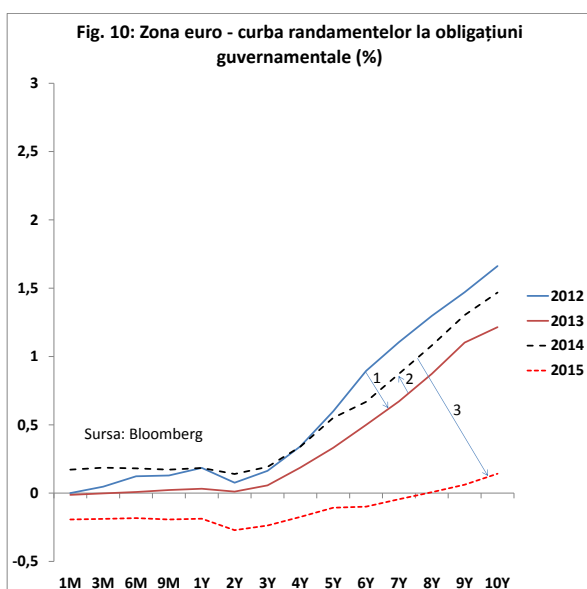
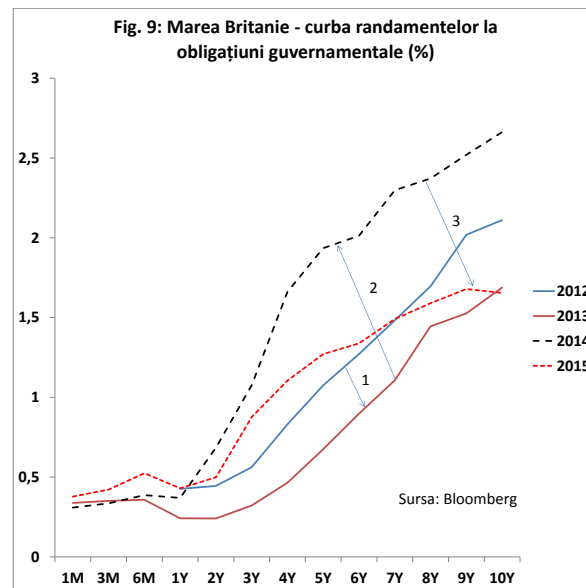
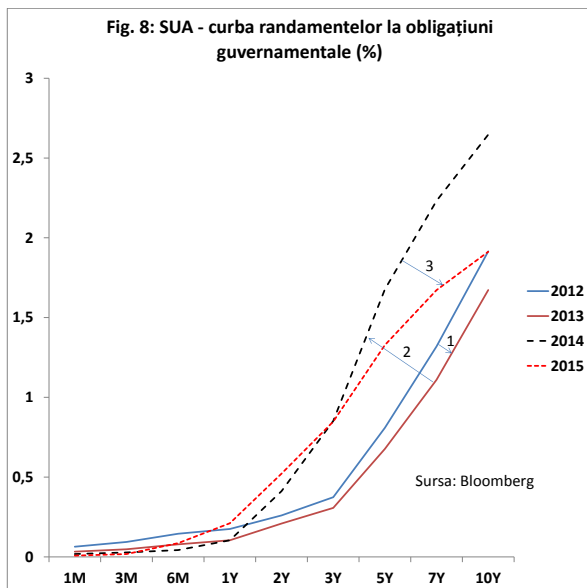
scăzut¹¹. Scăderea a fost mai accentuată în țările dezvoltate, unde populația este relativ îmbătrânită, rata de creștere a productivității muncii este în scădere și numărul de ore lucrate este relativ redus.

Coborârea graduală a ratei naturale a dobânzii a făcut necesară scăderea ratelor de politică monetară, pentru ca băncile centrale să poată menține inflația la nivelurile dorite. Treptat, ratele dobânzii de politică monetară au atins niveluri din ce în ce mai mici în timpuri normale, în special în țările dezvoltate. Din acest motiv, la fiecare nouă criză, pentru a putea reatinge ținta de inflație și producția potențială, economiile au avut nevoie de rate de politică monetară mai mici comparativ cu nivelurile necesare în crizele anterioare.

În ciuda scăderii ratelor naturale ale dobânzii, țintele de inflație au rămas totuși la niveluri mici, de obicei în jurul valorii de 2 la sută. Astfel, pe măsură ce rata naturală a dobânzii a scăzut, a apărut riscul ca în timpul unei crize, rata naturală a dobânzii să scadă la niveluri la care rata reală de politică monetară nu poate ajunge prin metode convenționale. Acest risc s-a materializat cu ocazia crizei curente astfel că, în țările dezvoltate, ratele de politică monetară sunt aproape de zero. Lecția care apare din această situație privește ținta de inflație. Pentru a evita ca rata naturală a dobânzii să scadă la niveluri ce nu ar putea fi acomodate de rata reală de politică monetară, ținta de inflație trebuie să depășească o anumită limită, care depinde de rata naturală a dobânzii (Eggertson and Mehorta, 2014; Croitoru, 2015a).

În afară de impactul direct asupra ratei naturale, excedentul de economisiri are și un impact direct asupra cererii de de titluri care pot fi vândute ușor (așa numitele active „lichide” sau „sigure”). Bernanke (2015) spune că cererea pentru titluri de valoare depinde nu numai de risc și de venitul anticipat, ci și de ușurința cu care pot fi vândute titlurile și/sau de capacitatea lor de a satisface cerințele impuse de reglementări. Cu cât mai sigure sunt unele titluri, cu atât mai mică este recompensa pe care o cer investitorii pentru a investi în astfel de titluri. Migrarea economisirilor din țările cu excedent în țările cu deficit de economisiri sunt asociate cu o cerere crescută pentru titluri sigure. Un excedent crescut de economisiri poate crea o cerere crescută pentru astfel de titluri, contribuind la reducerea primei lor de timp. Același efect îl au relaxările cantitative, care în esență duc la o cerere crescută pentru active lichide cu maturități lungi.

¹¹ Factorii enumerați în text – populația (forța de muncă, numărul de ore lucrate), productivitatea muncii și înclinația spre economisire – sunt atât factori ai ratei reale a dobânzii cât și ai producției potențiale, astfel că nu numai rata naturală a dobânzii a scăzut în timp, ci și rata potențială de creștere a producției. Presupunând că ritmurile de creștere a forței de muncă și a productivității muncii sunt egale în două țări, atunci rata naturală a dobânzii este mai mică în țara în care înclinație spre economisire este mai mare. Totuși, deoarece între cei trei factori discutați este posibilă orice combinație, nu se poate afirma că țările cu excedent de economisiri au rate naturale mai mici ca cele cu excedent de investiții.



În sfârșit, pe lângă cele două efecte directe asupra ratei naturale și asupra cererii de active sigure, excedentul de economisiri a avut și un efect indirect asupra întregii curbe a randamentelor. Pe măsură ce, în ultimile câteva decenii, rata dobânzii de politică monetară a scăzut pentru a rămâne în linie cu rata naturală, anticipațiile privind ratele viitoare de politică monetară au scăzut și ele, ceea ce a făcut ca premiul de timp să se adauge la o bază relativ scăzută.

Influențele directe și indirecte ale excedentului de economisiri au fost mai mari în perioadele de criză. Bernanke (2015) arată că în criza

actuală toate cele trei componente – anticipațiile inflaționiste, anticipațiile privind panta viitoarelor rate ale dobânzii pe termen scurt și prima de timp – „ajută la a ține ratele dobânzii pe termen lung scăzute”. În Fig. 8 – Fig. 10, sunt prezentate curbele randamentelor la bondurile din zona euro, SUA și Marea Britanie așa cum arătau în lunile aprilie din perioada 2012-2015. Se vede că a avut loc o aplatizare a curbelor. Date fiind anticipațiile stabile referitoare la inflație și la curba ratelor dobânzii pe termen scurt, înseamnă că aplatizarea din perioada menționată s-a datorat în special scăderii primei de timp.

Perspectivile dezechilibrelor globale

Pe termen lung, ratele dobânzii ar trebui să scadă suficient pentru a elimina excedentul global de economisiri. Totuși acest efect s-ar putea să nu apară atât timp cât încă (a) există restricții în calea fluxurilor de capital, (b) unele țări intervin pe piețele valutare ținând la avantajele comerciale, (c) unele țări rămân dependente de export și, în sfârșit, (d) prețul petrolului

rămâne la un nivel relativ înalt, facilitând excedentul de economisiri în țările exportatoare de petrol.

Date fiind restricțiile menționate, rata dobânzii nu va scădea suficient pentru a elimina dezechilibrele globale. Dar, dincolo de aspectele menționate, așa cum am arătat în acest studiu, se pare că țările sunt angajate într-un proces de asumare a poziției de exportator net de capital financiar sau a celei de importator net în funcție de capacitatea de gestionare a riscurilor. Dacă această ipoteză este corectă, atunci tendința de accentuare a dezechilibrelor globale și efectele de reducere a ratelor reale a dobânzii vor continua. Printre entitățile care au migrat recent în grupul țărilor cu excedent este și zona euro. Rămâne de văzut dacă această schimbare are sursa în factori ciclici, reflectând recesiunea din țările periferice ale zonei euro, sau în factori structurali, indicând o mișcare strategică a țărilor respective.

Pe termen scurt, factorii de influență sunt diferiți, dar acționează în aceeași direcție. Așa cum se poate vedea din Fig. 7, criza financiară a determinat o reducere notabilă a dezechilibrelor globale de cont curent în anul 2009, dar aceste dezechilibre s-au refăcut parțial mai ales începând cu 2011. Condițiile pentru ca aceste dezechilibre să crească în anii viitori sunt întrunite (Wolf, 2015, Croitoru, 2015b). Pe de o parte, în zona euro, China și Japonia – zona/țările cu cele mai mari excedente de economisiri – șansele ca cererea internă să crească semnificativ sunt relativ mici. În zona euro există încă o mare reticență în a cheltui, la care se adaugă volumul mare de datorii și lipsa expansiunii fiscale. În China, susținerea boom-ului investițiilor cu credit a devenit nesustenabilă, iar în Japonia datoria publică este prea mare pentru a mai permite relaxarea politicii fiscale. Din aceste motive, până la implementarea unor reforme structurale care să accelereze creșterea cererii interne în aceste țări, relaxarea politicilor monetare rămâne singura soluție practică de stimulare a creșterii economice. În condițiile menționate, relaxarea politicilor monetare va duce la deprecierea monedelor în țările respective și, în consecință, la creșterea exporturilor și a excedentelor lor de economisiri.

Pe de altă parte, în SUA și UK, etapa de relaxări ale politicilor monetare pare că s-a încheiat și condițiile concrete ale cererii ar putea necesita o întărire a politicii monetare, în divergență cu politicile relaxate din țările cu excedent de economisiri. În aceste condiții, dolarul și lira s-ar putea aprecia în raport cu monedele din țările cu excedente de economisiri, ceea ce ar putea duce la adâncirea deficitului lor de economisiri (deficitelor lor de cont curent).

Concluzii pentru România

Ratele dobânzii în țările dezvoltate s-ar putea să rămână la niveluri foarte scăzute în anii următori. Factorii care au dus la reducerea ratelor dobânzii – scăderea ratelor de creștere a populației, scăderea productivității muncii și creșterea înclinației spre economisire în tot mai multe țări – acționează în această direcție de mai multe decenii, iar acțiunea lor la nivel global este probabil să continue.

Pe acest fundal, pe termen scurt au loc oscilații în jurul tendinței menționate. Una din aceste oscilații a fost dată de criza recentă, care a redus și mai mult ratele dobânzii prin reducerea

ratelor creșterii economice și prin creșterea abruptă a înclinației spre economisirea din motive precauționare. Reducerea ratelor reale ale dobânzilor la niveluri foarte scăzute prin operații de relaxare cantitativă va duce, inevitabil, la nașterea unei bule financiare.

Astfel, pentru o perioadă, ratele de creștere economică și ratele dobânzilor vor putea crește, comparativ cu cele din prezent. Dar, dacă trendul pe termen lung continuă, aceasta înseamnă că în țările dezvoltate, viitoarele rate de creștere economică și viitoarele rate ale dobânzii vor fi, în general, mai mici ca cele de dinainte de criză. Mai mult, având în vedere distorsiunile generate de situațiile menționate mai sus la punctele (a)-(d), excedentul global de economisiri se va accentua, inclusiv prin apariția excedentelor de economisiri în țări care au încă deficite de cont curent.

Înformați de acest context, ne putem gândi pentru economia României la implicații atât pe termen scurt cât și pe termen lung. Aceste implicații apar din faptul că România este o economie mică, dar relativ bine integrată în economia globală, atât financiar cât și comercial, dar și de la schimbările în comportamentul factorilor fundamentali după ce se atinge un anumit nivel de dezvoltare.

Pe termen scurt, dacă până la apariția unei noi bule financiare, în economiile dezvoltate, ratele dobânzii de politică monetară vor continua să rămână joase, ratele dobânzii de politică monetară nu vor putea crește în România fără ca leul să se aprecieze.

Mult mai interesantă ar putea fi însă situația în etapa în care țările dezvoltate vor putea crește ratele dobânzii. În timpul precedentei bule financiare, BNR s-a confruntat cu o dilemă: să crească rata dobânzii, pentru a tempera anticipațiile inflaționiste, sau să reducă rata dobânzii pentru a tempera intrările de capitaluri care în timp ce apreciau moneda alimentau, totuși, anticipațiile inflaționiste. (Popa et al. (2009); Croitoru, 2014).

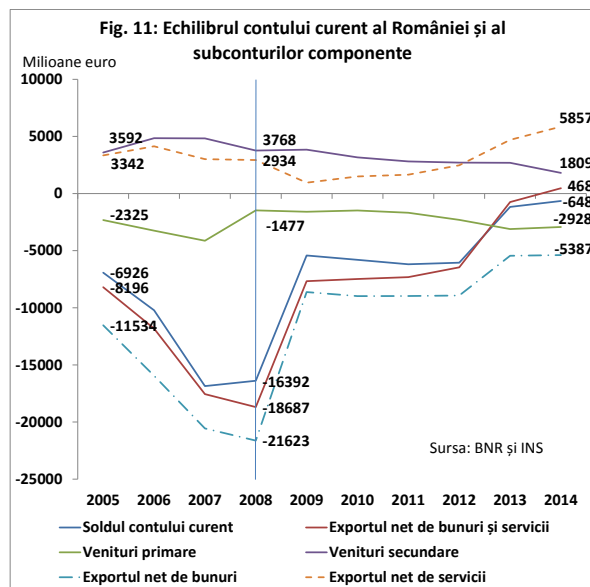
În eventualitatea unei noi bule la nivel global, această dilemă ar putea să nu apară datorită creșterii înclinației spre economisiri, care pare să se fi instalat după criză. Dacă agenții economici din România au ajuns la concluzia că este mai bine să aibă excedent de economisiri decât deficit, atunci această schimbare în înclinația spre economisiri va dura și România ar putea deveni membră a grupului țărilor cu excedent de economisiri.

Semnele că România tinde spre un excedent de economisiri au apărut în 2013, când deficitul de cont curent s-a prăbușit la 0,8 la sută din PIB, de la aproximativ 4,5 la sută în 2012. Următoarea evoluție notabilă a fost apariția în 2014, pentru prima oară în ultimii 25 de ani, a surplusului balanței comerciale de aproape 500 de milioane de euro, și scăderea în continuare a deficitului de cont curent la 0,5 la sută din PIB.

Ajustările în balanța comercială sunt extraordinare. De la minus 21,6 miliarde euro în 2008, exportul net de bunuri s-a redus la minus 5,4 miliarde euro în 2014, iar exportul net de servicii a crescut, în aceeași perioadă, de la plus 2,9 miliarde euro la plus 5,9 miliarde euro în 2014 (Fig. 11). Toate aceste evoluții indică parcursul spre excedentul de economisiri.

Excedentul de economisiri care ar putea apărea la nivelul întregii economii românești a apărut deja în sectorul privat. Exceptând anul 2012, sectorul privat a avut excedent de economisiri în

toată perioada 2009-2014. În sectorul bugetar, odată cu scăderea cheltuielilor de investiții publice începând cu 2013, deficitul de economisiri s-a redus, rămânând mai mic decât surplusul de economisiri al sectorului privat. Plățile din bugetul public în 2014 pentru unele cheltuieli programate în 2015 a permis, în ultimă instanță, evitarea apariției excedentului de economisiri la nivelul întregii economii încă din 2014.



Poate că un excedent de economisiri nu va apărea în 2015, dar sensul de mers pare să fie spre surplus. Concluzia aceasta, obținută din perspectiva economisiri-investiții se obține și din perspectiva modelului de comerț internațional al României. Multe ajustări care au dus la reducerea deficitului de cont curent sunt structurale în natură, adică sustenabile¹². Influența ciclică, adică cea reversibilă a fost preponderentă cel mult până în 2013, dar nu mai este.

Cineva ar putea spune că din perspectiva descrisă în acest articol, măsurile de reducere a TVA și alte relaxări fiscale prevăzute pentru

2015-2016 ar fi binevenite deoarece lărgesc deficitul bugetar, ceea ce ar împiedica sau cel puțin ar întârzia apariția excedentului de economisiri în sectorul public, care ar frâna creșterea economică și ar reduce și mai mult ratele dobânzii. Pe termen foarte scurt, această implicație ar putea fi adevărată, deoarece stimulează consumul. Totuși, aceste măsuri nu adresează cauzele structurale care limitează creșterea economică în țara noastră. Din acest motiv, extinderea deficitului bugetar prin creșterea cheltuielilor cu infrastructura ar fi fost mult mai indicată. Cheltuielile de investiții mărite ar fi dus atât la creșterea consumului, cât și la creșterea permanentă a productivității în sectorul privat, și implicit la creșterea producției potențiale.

Mulți analiști cred că surplusul de cont curent înregistrat în primele două luni din 2015 va fi erodat până la sfârșitul anului prin accelerarea creșterii economice. Dar acest lucru rămâne de văzut. Dacă, totuși, agenții economici vor continua să economisească, așa cum au făcut-o în ultimii șase ani, un deficit de economisiri ar putea apărea din sectorul public.

Pe termen lung, România ar putea urma evoluțiile prezente în țările dezvoltate. Scăderea populației, care a început în ultimii 25 de ani și eventualul excedent de economisiri vor contribui la reducerea ratelor de creștere economică și la scăderea ratelor dobânzii. Factorii care ar putea contracara aceste influențe sunt creșterea productivității și a numărului mediu de

¹² Între factorii care au ajutat la reducerea masivă a deficitului de cont curent se includ creșterea eficienței energetice și închiderea unor consumatori care nu au rezistat la creșterea prețului la gaze spre nivelul mondial, ceea ce a permis reducerea importurilor de gaze naturale pentru industria prelucrătoare. Asimilarea producției unor subansamble necesare în producția de mijloace de transport exportate a dus la creșterea valorii adăugate în industria campioană a exporturilor și la reducerea importurilor. În sfârșit, exportul net de servicii IT și serviciile de turism au crescut foarte mult, ceea ce a mărit surplusul contului de bunuri și servicii.

ore lucrate de un angajat. Ultimul indicator va începe însă să scadă relativ rapid, după ce venitul pe locuitor va depăși un anumit nivel.

Sunt însă șanse ca în România, ratele de creștere a productivității să avanseze și să rămână relativ mari pentru mult timp înainte de a începe să scadă. Spre deosebire de țările dezvoltate, România are încă probleme a căror rezolvare va duce la eliminarea barierelor care astăzi frânează creșterea productivității. Este vorba în primul rând despre drepturile de proprietate, încă precare, și de corupția asociată, încă foarte mare. Pe măsură ce aceste probleme se vor rezolva, se vor naște noi mentalități și se vor elibera resursele necesare pentru noi investiții, inclusiv în autostrăzi, ceea ce va duce la creșterea productivității.

Bibliografie

Bernanke, Benjamin (2005), *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 10.

Bernanke, Benjamin (2015), *Why are interest rates so low, part 4: Term premiums*, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/13-interest-rate-term-premiums>.

Borio, Claudio; Disyatat, Piti (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper No. 346 (May).

Borio, Claudio; Disyatat, Piti (2011), *Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?*, <http://www.voxeu.org>.

Brague, Rémi (2002), *Europa, calea romană*, Idea Design & Print, Editură, p.84, Cluj.

Croitoru, Lucian (2014), *Teoria și critica politicii monetare în România*, www.bnro.ro.

Croitoru, Lucian (2015a), *'Stagnarea seculară', 'bulele salvatoare' și creșterea economică în România*, www.bnro.ro.

Croitoru, Lucian (2015b), *Euro, dolarul, yenul și yuanul*, www.bnro.ro.

Popa, Cristian; Cezar Boțel; Dorina Antohi; Ioana Udrea; Tudor Grosu; Mihai Copaciu; Anca Gălățescu (2009), *Țintirea directă a inflației în România*, în *Caiete de Studii* 25, Banca Națională a României (august).

Shiffman, Mark (2005), *Neither Greek nor Jew*, *Modern Age: A Quarterly Review*, Volume 47, Number 2, Spring 2005 (pp. 160-163).

Wolf, Martin (2015), *Unbalanced hopes for the world economy: it is futile to ignore the reality that we have an integrated global system*, *Financial Times*, February 17.

Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press.