TENDINȚA SPRE SECUNDARITATE ÎN ADMINISTRAREA DEZECHILIBRELOR GLOBALE

Lucian Croitoru

Banca Națională a României

București, Romania

lucian.croitoru@bnro.ro

4 Iunie 2015

Actualizat 9 noiembrie 2015

Mulțumesc colegilor mei, Alina Constantinescu, Mădălina Militaru, Irina Stanciu, Mihai Copaciu, Alexandru Leonte, Răzvan Radu și Andrei Tănase, pentru comentariile utile asupra unor versiuni ale acestui studiu. Eventualele erori îmi aparțin.

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

Cuvinte cheie: excedent global de economisiri; dezechilibre globale; secundaritate; echilibrul contului curent; rata naturală a dobânzii; tendințe pe termen lung ale ratelor reale ale dobânzii; politică monetară; curba randamentelor; capcana lichidității;capcana datoriilor; paradoxul românesc; dilema ratei dobânzii

Coduri JEL: E43, E58, E52, F32, G12.

SUMAR

În acest studiu analizăm factorii care au condus la scăderea ratelor reale ale dobânzii pe termen lung. Arătăm că tendința de scădere a ratelor reale ale dobânzilor începută acum trei decenii în țările dezvoltate este explicată bine de apariția și creșterea excedentului global de economisiri. Prezentăm ipoteza conform căreia creșterea excedentului global de economisiri este în bună măsură rezultatul unui proces prin care țările se pun în poziție secundă în raport cu SUA (proces de punere în secundaritate) în ceea ce privește asumarea și gestionarea riscurilor care apar în urma unei crize. Caracteristica excedentului global de economisiri astfel apărut este aceea că este generat în tot mai multe țări sau arii, cu partea covârșitoare situată în câteva dintre acestea, în timp ce partea covârșitoare a deficitului global de economisiri se situează în SUA.

Secundaritatea este cauzată 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 alegerile libere ale fiecărui agent economic din sectorul privat. Punerea în secundaritate este o cauză importantă a unui cerc vicios în care scăderea ratelor dobânzilor la niveluri tot mai joase a ajuns să ducă la apariția bulelor financiare, ale căror spargeri fac necesară reducerea în continuare a ratelor dobânzii, ceea ce generează noi bule și așa mai departe. Confundat în timp real cu „Marea Moderație", acest cerc vicios a trecut neobservat.

Cuprins

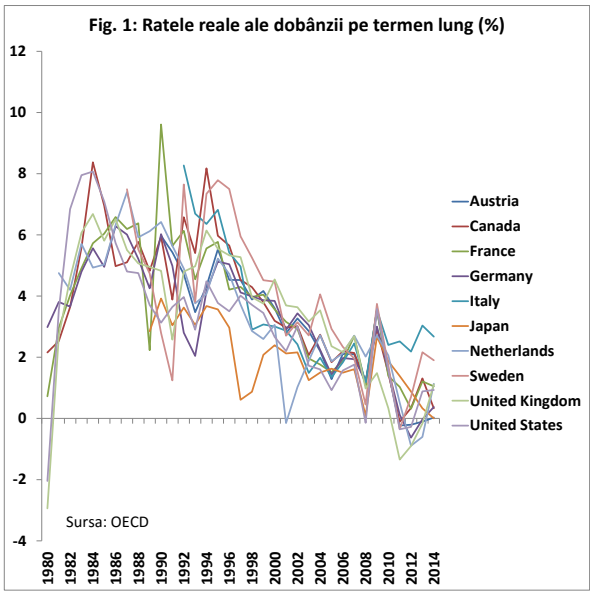
1. Introducere 4
2. De ce scad ratele dobânzii – o explicație pe baza factorilor fundamentali 6
3. De ce a apărut excedentul global de economisiri 8
4. Secundaritatea: determinant major al dezechilibrelor globale 11
5. Excedentul de economisiri, ratele de politică monetară și curba randamentelor 13
6. Perspectivele dezechilibrelor globale 17
7. Concluzii pentru România 18
   7.1 Implicații pe termen scurt 19
   7.2 Implicații pe termen lung 24
Bibliografie 25

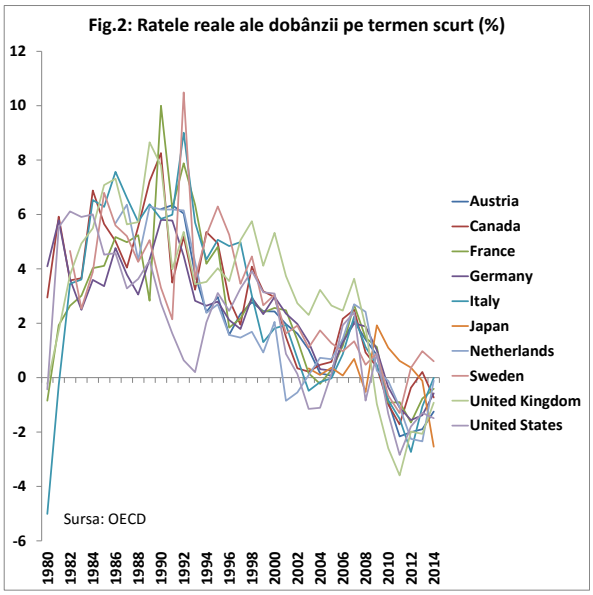
1. Introducere

În țările dezvoltate, ratele reale ale dobânzilor au urmat un trend scăzător în ultimele trei decenii. La fiecare recesiune majoră, ratele dobânzilor au scăzut, pentru a ajuta economia, după care au crescut relativ rapid, în general fără să mai reatingă nivelurile de dinainte de scădere. Recesiunea din 2008 a arătat o abatere de la acest model. În 2015, la mai bine de șase ani de la intrarea în recesiune, ratele reale ale dobânzilor în unele țări dezvoltate erau încă negative sau la niveluri foarte scăzute (Fig. 1 și Fig. 2), iar producția în țările dezvoltate era încă sub potențial și continuă să crească la rate relativ joase, în special în zona euro[1]. Întârzierea revenirii la niveluri mai mari sau la niveluri pozitive ale ratelor dobânzii reflectă în foarte mică măsură reducerea ratelor dobânzii de politică monetară la zero și relaxările cantitative făcute în încercarea de a relansa producția și a evita deflația. Ratele de politică monetară afectează doar temporar și în măsură limitată ratele reale ale dobânzii pe termen lung.

În acest studiu discutăm factorii care au condus la instalarea trendului scăzător al ratelor reale ale dobânzi pe termen lung în țările dezvoltate, cu accent pe rolul special jucat de excedentul global de economisiri. Scopul analizei noastre este să evaluăm (i) ce consecințe rezultă pentru România din prelungirea perioadei în care ratele de politică monetară ale principalelor bănci centrale rămân aproape de zero și (ii) dacă ratele reale ale dobânzii pe termen lung se vor înscrie pe un trend descendent mai degrabă mai devreme decât mai târziu.

În România, nivelul producției este încă sub potențial, dar creșterea economică a revenit la niveluri relativ înalte în ultimii doi ani, iar în lipsa reducerii TVA începând cu 1 iunie 2015, probabil că inflația ar fi revenit în apropierea țintei centrale la sfârșitul anului 2015. Cu toate acestea, s-ar putea să fie necesar ca BNR să reducă în continuare ratele dobânzii de politică monetară.





[1] Deflația a apărut, temporar, în SUA și zona euro, ca urmare a scăderii prețului petrolului și a altor factori de pe partea ofertei. Este posibil ca deflația să nu fi apărut dacă cererea actuală ar fi fost mai aproape de nivelul potențial.

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 încă câțiva ani (de exemplu zona euro și Japonia). Astfel, 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 internațional[2]. Date fiind aceste rate scăzute, o reducere insuficientă a ratei de politică monetară de către BNR ar rezulta în aprecierea leului[3]. 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.

Cum va fi însă pe termen mai lung? Se va înregistra și în România o tendință de scădere a ratelor reale ale dobânzii pe termen lung către nivelurile relativ reduse înregistrate în economiile dezvoltate? Se va înscrie economia noastă în grupul celor cu excedent de economisiri sau va reveni la deficite de cont curent relativ mari? Și, în final, se vor înscrie ratele de creștere economică pe o tendință de scădere, ca în țările dezvoltate, relativ curând sau într-o perspectivă mai îndelungată? Date fiind legăturile comerciale și financiare ale economiei românești cu economiile dezvoltate, răspunsurile la aceste întrebări nu pot fi date fără o corectă înțelegere a cauzelor care au determinat trendurile respective în țările dezvoltate.

Studiul este organizat astfel: în secțiunea următoare, sunt analizați factorii care au condus la scăderea ratelor dobânzii pe termen lung și se arată legătura inversă dintre excedentul global de economisiri și rata reală a dobânzii. Secțiunea a treia prezintă condițiile care au dus la apariția și creșterea excedentului global de economisiri. În secțiunea a patra arătăm că există o tendință a țărilor de a se pune în poziție secundă în raport cu SUA (proces de punere în secundaritate) în ceea ce privește asumarea riscurilor și gestionarea consecințelor care apar în urma unei crize. Rezultatul acestui proces este acela că excedentele de economisiri la nivel global cresc și se situează în tot mai multe țări, iar partea covârșitoare a deficitului de economisiri tinde să se situeze în SUA. În secțiunea a cincea arătăm că excedentul global de economisiri influențează direct și indirect întreaga curbă a randamentelor și este unul din factorii care întreține un cerc vicios în care tendința persistentă de scădere a ratelor dobânzilor a ajuns să ducă, din cauza nivelurilor reduse

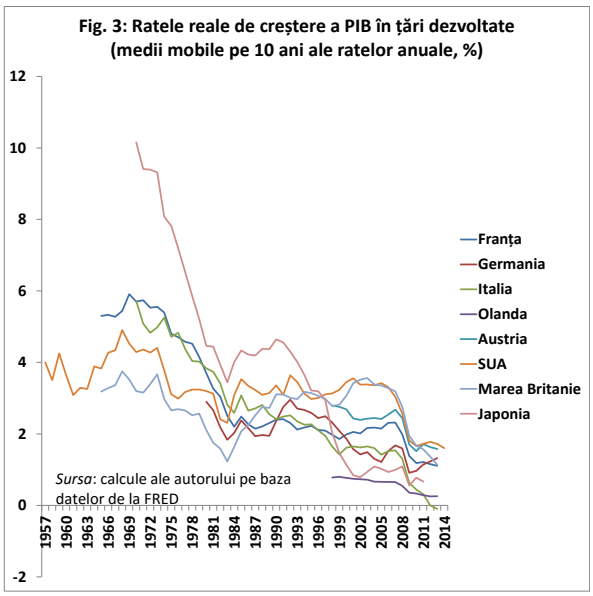
[2] În România, ratele efective de creștere a PIB au fost, în ultimii ani mai mari decât ratele de creștere a PIB potențial, ceea ce a dus la o reducere a deficitului de cerere. Totuși, acesta este încă dezinflaționist, ceea ce înseamnă presiuni pentru reducerea inflației, chiar dacă acestea sunt în scădere.

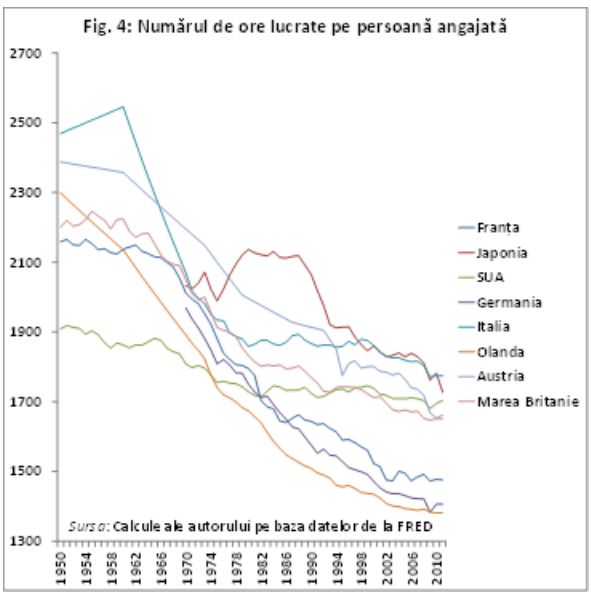
[3] Este nerealist să imaginăm un caz în care cererea în țările dezvoltate ar rămâne suficient de scăzută în raport cu potențialul încât să necesite păstrarea la zero a ratelor dobânzii de politică monetară și, în același timp, producția efectivă în România să depășească producția potențială, necesitând 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. Cineva ar putea spune că implementarea măsurilor de descurajare a creditării în valută ar putea, totuși, să conserve eficacitatea ratei dobânzii. În această viziune, creșterea ratei dobânzii ar duce în continuare la aprecierea leului, ca și înainte de criză, dar nu ar mai avea ca efect nedorit creșterea cererii agregate prin impulsionarea creditării în valută. Fără acest canal, creșterea ratei dobânzii ar duce la eliminarea excesului de cerere și la reducerea inflației. Față de această observație, menționez că odată ce creșterea ratei dobânzii ar duce la apreciarea semnificativă a leului, crescând notabil costul îndatorării în lei, băncile și publicul vor găsi împreună soluții pentru a ocoli măsurile care duc în prezent la reducerea creditării în valută.

ale dobânzii, la apariția bulelor financiare, ale căror spargeri fac necesară reducerea în continuare a ratelor dobânzii, ceea ce generează noi bule. În măsura în care explică creșterea excedentului global de economisiri, procesul de punere în secundaritate explică și cercul vicios al ratelor dobânzii. În secțiunea a șasea sunt discutate perspectivele dezechilibrelor globale pe termen scurt și pe termen lung. Secțiunea a șaptea răspunde la întrebările de mai sus și prezintă concluzii pentru România.

2. 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)[4]. 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 dobânzii[5].





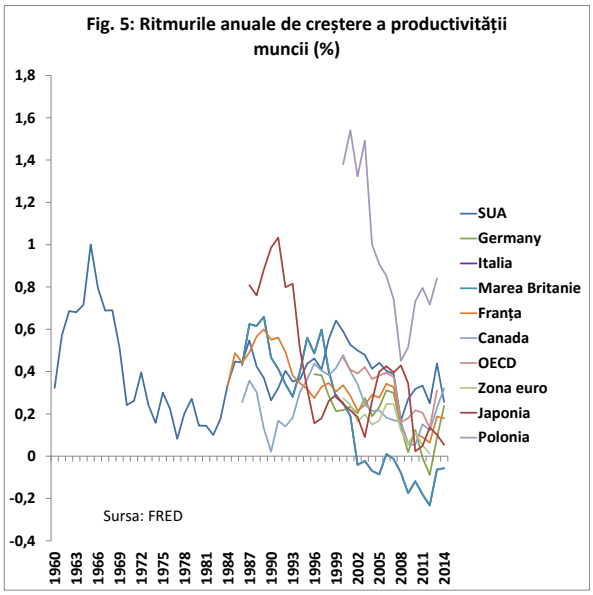
Celălalt factor – rata preferinței de timp – arată impacienta oamenilor de a consuma în prezent comparativ cu o perioadă viitoare. Cu cât este mai mare această impaciență, cu atât mai mare este compensația (dobânda) de care are nevoie un agent economic pentru a amâna consumul, adică

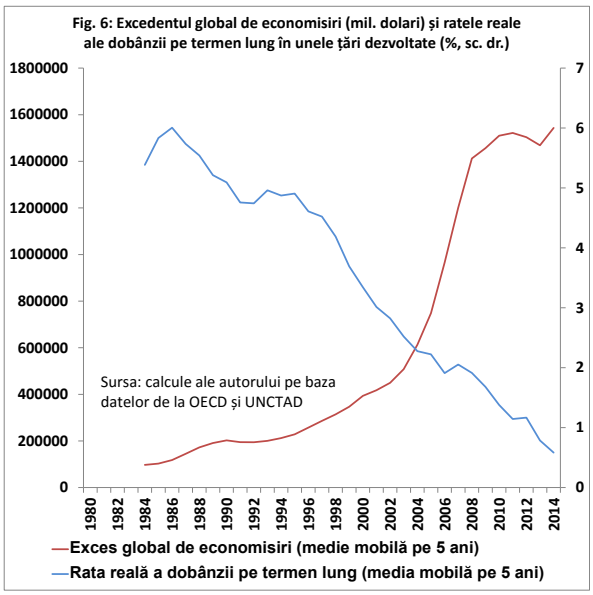
[4] Woodford (2003) include între factorii determinanți ai ratei reale a dobânzii și cheltuielile guvernamentale. Totuși, aici ne referim numai la factorii fundamentali, cei care nu depind direct de guvern. Woodford se referă indirect la rata preferinței de timp, pe care o include într-un vector care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

[5] O cerere crescută de investiții înseamnă că randamentele noilor proiecte de investiții depășesc costul capitalului. Cele două sunt in legatura din lipsa arbitrajului cu rata de politică monetară. O cerere crescută de investiții apare, de asemenea, dacă populația crește.

pentru a economisi. Pe termen scurt, cei trei factori menționați se pot abate de la starea stabilă, determinând variații în rata dobânzii[6].

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, explicând parțial tendința de scădere a ratelor dobânzilor pe termen lung. La rândul ei, încetinirea creșterii economice este explicată de scăderea numărului de ore lucrate într-un an de o persoană angajată, care este o formă de măsurare a forței de muncă (Fig. 4), și de tendința de scădere a ratelor de creștere a productivității muncii (Fig. 5). Totuși, din compararea tendințelor ratelor reale ale dobânzii (Fig. 1 și Fig. 2,) cu tendința ratelor 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 acei 20 de ani, celălalt factor, și anume rata preferinței de timp, a acționat în sens invers suficient de puternic pentru a compensa influența scăderii ratelor de creștere economică asupra dobânzilor. În acea perioadă, rata preferinței de timp a fost relativ înaltă, favorizând consumul în raport cu economisirile (care rămâneau relativ mici ca pondere în venit).





Așa cum am precizat de la început, accentul în analiza noastră va fi pe rolul jucat de excedentul global de economisiri. Acesta, ca și deficitul de cont curent al SUA, a apărut la începutul anilor 80. Până atunci, economisirile *dorite* au tins să fie egale cu investițiile *dorite*. Țările care astăzi au surplusuri/deficite de cont curent mari au avut echilibre de cont curent pană 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 s-au amplificat treptat, începând cu a doua jumătate a deceniului opt[7]. Aceasta înseamnă că în acea perioadă, în unele țări,

[6] Această afirmație presupune 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.

economisirile *dorite* au început să întreacă investițiile *dorite*, ceea ce a dus la creșterea excedentelor individuale de economisiri. Pe măsură ce excedentul global de economisiri a crescut, ratele reale ale dobânzilor pe termen lung au scăzut. În Fig. 6 se vede corelația inversă clară dintre creșterea excedentului global de economisiri și scăderea ratei reale medii a dobânzii pe termen lung, calculată pentru țările prezentate în Fig. 1 și Fig. 2.

3. De ce a apărut excedentul global de economisiri

Apariția excedentului global de economisiri nu ar fi fost posibilă înainte de îndeplinirea a două condiții[8]. 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 rămân cu o pondere redusă în venit, iar economisirile *dorite* nu pot fi mai mari decât investițiile *dorite* 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. Ca urmare, preocuparea crescută a agenților economici de a cheltui banii înainte ca inflația să le reducă valoarea reală împiedică apariția dorinței de a economisi mai mult decât se investește sau reduce rata economisirilor dorite.

O reducere a ratei economisirilor dorite ar trebui să ducă, ceteris paribus, la o creștere a ratelor reale ale dobânzii, ca urmare a presiunii suplimentare pe care o pune pe resursele disponibile. De exemplu, în SUA, inflația înaltă din perioada 1975-1981 a fost acompaniată de creșterea ratei reale a dobânzii[9], ceea ce semnalează o reducere a ratei economisirilor dorite. 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 contribuit la accelerarea inflației. În Fig. 3 se vede că în anii 70, ratele de creștere economică au avut cea mai abruptă pantă de scădere, ceea ce este consistent atât cu șocul dat ofertei de creșterea prețului petrolului, cât și cu creșterea ratei reale a dobânzii la credite.

---

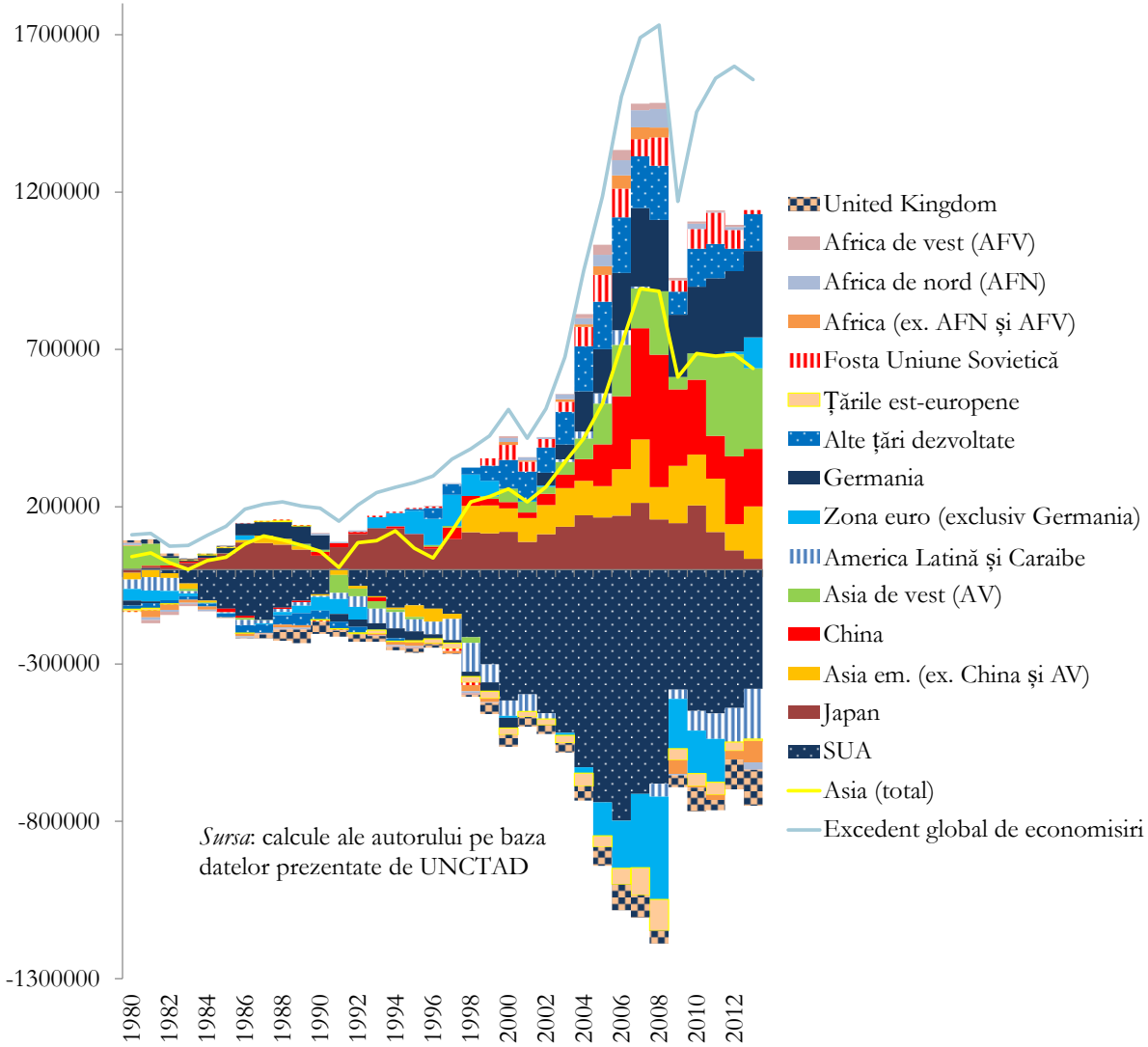
[7] În SUA, deficitul de cont curent s-a lărgit, în termeni absoluți până în 1987, după care s-a redus treptat, ajungând la zero în 1990. Această mișcare s-a datorat așa numitului Plaza Agreement, semnat pe 22 septembrie 1985 între Franța, Germania de Vest, SUA, Japonia și Marea Britanie, vizând intervenții pe piețele valutare pentru a deprecia dolarul relativ la yenul japonez și marca germană.

[8] Aici avem o perspectivă istorică, pornind de la succedarea în timp a evenimentelor. Evident, într-o lume ideală, în care nu ar exista restricții pentru circulații a capitalurilor, nu ar exista monede de rezervă și politici privind rezervele valutare, înzestrarea cu resurse energetice ar fi egală etc, nu ar exista dezechilibre globale majore, ca cele din prezent.

[9] Ratele reale ale dobânzilor la credite au crescut de la minimul istoric al ultimilor 50 de ani de -1,5 la sută în 1975 la 8,7 la sută în 1981 (vezi www.indexmundi.com).

Abia în 1979 s-a adoptat o politică de combatere eficientă a inflației în SUA[10]. 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 volumul economisirilor precum și economisirile *dorite* au început, în cele din urmă, 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.

Fig. 7: Istoria dezechilibrelor dintre economisiri și investiții pe principalele țări și regiuni (mil. dolari, prețuri curente)



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

[10] Țintirea inflației, care a fost un regim care a reușit să contribuie la reducerea inflației, a fost, desigur și un factor de creștere a încrederii de a economisi. Totuși, nu se poate afirma că țintirea inflației este un factor al excedentului de economisiri.

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 randametul investițiilor.

Conform teoriei, surplusurile de economisiri care apar în țările dezvoltate ar trebui să migreze pentru a finanța țările în curs de dezvoltare și pieţele 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. Așa cum vom arăta imediat în secțiunea următoare, există cinci caracteristici ale SUA care îi conferă atractivitatea în raport cu alte economii ca destinație de investire. 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 Japonia[11]. 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 economisiri în perioada 2003-2007 (devenind exportatori neți de capital finaciar). Tot în 2003, grupul țărilor din zona euro (definit fără a include Germania) a revenit la deficit de economisiri, devenind importatori neți de capital financiar, pentru ca în 2013 să reintre în grupul țărilor cu excedent de economisiri. Notabil, grupul țărilor est europene[12] 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 un factor important de schimbare a poziției contului curent în economiile emergente, alături de creșterea prețului petrolului și de motivele precauționare de economisire. El a arătat că, în răspuns la aceste crize, economiile emergente din Asia 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. Între factorii care au dus la

[11] 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.
[12] Bulgaria, Croația, Cehia, Polonia, România, Slovacia (până în 2009 când a intrat în zona euro), Slovenia (2007) și Ungaria.

această alegere au fost declinul semnificativ al investițiilor și schimbările în politicile economice (Bernanke, 2007), necesare pentru a putea administra mai bine instabilitatea fluxurilor de capital și a ratelor de schimb și pentru a reduce datoria externă.

4. Secundaritatea: determinant major al dezechilibrelor globale

Datele prezentate în Fig. 7[13] arată însă că există un proces mai amplu decât cel sugerat de Bernanke (2005). Ipoteza noastră, bazată pe aceste date, este aceea că 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*[14].

Înainte de a explica înmai multe detalii economice conceptul de secundaritate, vom face dintr-perspectivă mai amplă o paralelă cu „secundaritatea" ca proces civilizator, concept introdus de Rémi Brague 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 prelegere referitoare la modernitate, Horia-Roman Patapievici spunea, plecând de la Brague, că există trei condiții ca „secundaritatea" să acționeze ca proces civilizator al unei entități: (i) entitatea să înțeleagă că nu are înțelepciunea pe care o caută; (ii) entitatea să înțeleeagă că această înțelepciune există la alții; și (iii) entitatea să aibă capacitatea de a o asimila. Shiffman (2005) spune, referindu-se la lucrarea lui Brague că „'Secundaritatea' este conștiența 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.

---

[13] În Fig. 7, Asia em. reprezintă definiația Asiei în curs de dezvoltare adoptată de UNCTAD.

[14] Într-o perspectivă mai amplă, se poate face o paralelă cu „secundaritatea" ca proces civilizator, concept introdus de Rémi Brague 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 prelegere referitoare la modernitate, Horia-Roman Patapievici 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 conștiența 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.

Țările care nu îndeplinesc caracteristicile SUA pentru a fi „borrower of last resort", 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.

Procesul este cauzat atât de guverne, care au dorit trecerea la excedente de economisiri, așa cum a fost cazul în țările asiatice[15] (Bernanke, 2005) sau la limitarea deficitelor bugetare, ca în zona euro și Uniunea Europeană, cât și de alegerile libere ale fiecărui agent economic din sectorul privat. Evident, procesul de punere în secundaritate nu apare direct între fiecare țară cu excedent de economisiri și SUA, ci este intermediat de relațiile comerciale dintre țări.

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.

Procesul de punere în secundaritate este un factor al creșterii economisirilor dorite în țările care se pun în poziție secundă și un factor de reducere a economisirilor nete (economisiri minus investiții) în țara față de care are loc punerea în secundaritate[16]. Astfel, el interferează cu factorii fundamentali ai economisirilor și investițiilor (rata natalității, productivitatea factorilor, capitalul, rata preferinței de timp).

În țările dezvoltate, probabil că evoluțiile factorilor fundamentali au fost suficiente pentru ca economisirile *ex ante* (dorite) să fie mai mari ca investițiile *ex ante* (dorite). Pe de o parte, în aceste țări, încetinirea creșterii populației și a forței de muncă active sau chiar scăderea acestor categorii, apariția de industrii mai puțin capital intensive și scăderea ritmului de creștere a productivității, au

[15] Și excedentul de economisiri înregistrat în România în perioada 1982-1989 a fost realizat ca urmare a deciziei guvernului comunist de atunci.

[16] Aceasta înseamnă că secundaritatea nu afectează în mod necesar înclinația spre economisire în țara față de care are loc punerea în poziție secundă, și anume SUA. Bernanke (2007) apreciază că între 1996 și 2004, rata economisirilor *dorite* în SUA nu a scăzut, deși economisirile nete realizate (diferența dintre economisiri și investiții) au scăzut. În consecință, economisirile dorite nete (economisiri dorite minus investiții dorite) au crescut în alte țări decât SUA, și au fost exportate țări cu deficit de cont curent, în special în SUA.

dus la scăderea cererii de investiții[17] Pe de altă parte, procesul de îmbătrânire a populației a crescut înclinația spre economisiri într-un număr tot mai mare de țări. Aceste tendințe au fost prezente virtual în toate țările dezvoltate, presând pentru un excedent de economisiri, inclusiv în SUA. Numai că procesul de punere în secundaritate a mărit excedentul de economisiri pentru țările care s-au pus în poziție secundă și l-au transformat în deficit de economisiri pentru SUA.

În țările în curs de dezvoltare, probabil că evoluțiile factorilor fundamentali nu au fost suficiente, ele singure, pentru a determina apariția de excedente de economisiri. Totuși, procesul de punere în secundaritate, condus din rațiuni referitoare la capacitatea de management al riscului, a dus la creșterea înclinației spre economisiri, astfel că și în aceste țări rezultatul a fost tot apariția de excedente de economisiri. Astfel, dată fiind natura virtual deschisă a economiilor lumii, în tot mai multe țări au apărut excedente de economisiri, care sunt exportate în economiile cu deficite de economisiri, în special în SUA[18].

În viziunea pe care am expus-o în această secțiune, excedentul global de economisiri este explicat prin schimbările apărute în factorii fundamentali și prin procesul de punere în secundaritate, considerate împreună. Totuși, în explicarea faptului că excedentul de economisiri la nivel global tinde să se situeze în tot mai multe țări, iar partea covârșitoare a deficitului global de economisiri tinde să se situeze în SUA, factorii fundamentali joacă un rol secund. Această asimetrie este explicată în primul rând de procesul de punere în secundaritate, care duce la creșterea înclinației spre economisire (economisirile dorite) în țările care se pun în poziție secundă, indiferent de gradul lor de dezvoltare, și la creșterea investițiilor nete realizate în țara față de care se pun în secundaritate.

5. Excedentul de economisiri, ratele de politică monetară și curba randamentelor

În această secțiune vom discuta cum influențează excedentul global de economisiri fiecare componentă a curbei randamentelor. Ratele dobânzii pe termen lung fără risc încorporează trei componente: inflația anticipată, anticipațiile privind viitoarele rate reale pe termen scurt (implicit, schimbările viitoare în politica monetară) și un termen neobservabil, prima de timp. Ultimul termen este acel randament suplimentar pe care investitorii îl solicită pentru a investi în titluri cu maturități lungi în loc sa investească succesiv în titluri cu maturități scurte (Bernanke, 2015). Fiecare din cele trei componente are o serie de determinanți, dar aici accentul este pe excedentul global de economisiri. 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 financiar[19].

---

[17] Scăderea ritmului de creștere a productivității muncii a dus la scăderea perspectivelor creșterii economice, ceea ce, de asemenea, a depresat cererea de investiții

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

[19] Borio și Disyatat (2011) arată că accentul pus în explicarea scăderii ratelor dobânzii pe excedentul 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 reflecă 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

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 scăzut[20]. 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. În termeni globali, influența excedentului de economisiri asupra variațiilor în ratele reale ale dobânzii se exercită prin variațiile care apar în investițiile dorite nete în țările cu deficit comparativ cu variațiile în economisirile dorite din țările cu excedent. O creștere a investițiilor nete dorite în țările cu deficit mai mare decât creșterea economisirilor dorite în țările cu surplus duc la creșterea ratelor dobânzii, și invers.

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 aceste evoluții au rezultat două tendințe: pe de o parte, ratele scăzute ale dobânzii au favorizat apariția de bule financiare, a căror frecvență a crescut în ultimele două-trei decenii (vezi Brunnenmeier și Schnabel, 2015 pentu o istorie a bulelor în prețul activelor). Pe de altă parte, 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 (vezi Hamilton et al., 2015 pentru ratele nominale ale dobânzii în 17 țări și Curdia et al., 2014, Barsky et al., 2015, and Laubach and Williamson, 2015 pentru estimări recente ale ratelor reale ale dobânzilor).

Astfel a apărut un cerc vicios în care ratele mici ale dobânzii duc la apariția bulelor finaciare, ale căror spargeri fac necesară reducerea în continuare a ratelor dobânzii și tot așa. Confundat în timp real cu „Marea Moderație", acest cerc vicios, care arăta că țările dezvoltate se află pe drumul

---

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 (2014) 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 datoriilor". 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 datoriilor", care face imposibilă creșterea ratelor dobânzii fără a produce daune economiei. Viziunea lor este total opusă viziunii „capcanei 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.

[20] 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.

spre capcana lichidității, a trecut neobservat. Rezultatul acestui cerc vicios, dacă nu se va întrerupe, va fi că la următoarea recesiune, un număr crescut de bănci centrale vor fi în poziția de a nu putea stimula adecvat creșterea economică, din moment ce ratele lor nominale vor fi prea aprope de zero.

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 au fost reduse la niveluri 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 a dobânzii, *excedentul global de economisiri impactează direct și cererea 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.

În sfârșit, pe lângă cele două efecte directe asupra ratei naturale a dobânzii și asupra cererii de active sigure, *excedentul global de economisiri a avut un efect indirect asupra anticipațiilor privind ratele viitoare de politică monetară*. Pe măsură ce, în ultimele 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. În acest fel, excedentul global de economisiri a influențat, direct sau indirect, toate cele trei componente ale curbei randamentelor.

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.

Fig. 8: SUA - curba randamentelor la obligațiuni guvernamentale (%)

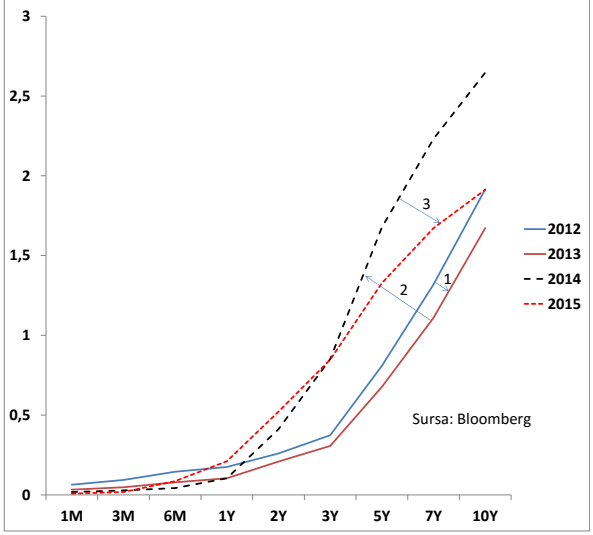


Fig. 9: Marea Britanie - curba randamentelor la obligațiuni guvernamentale (%)

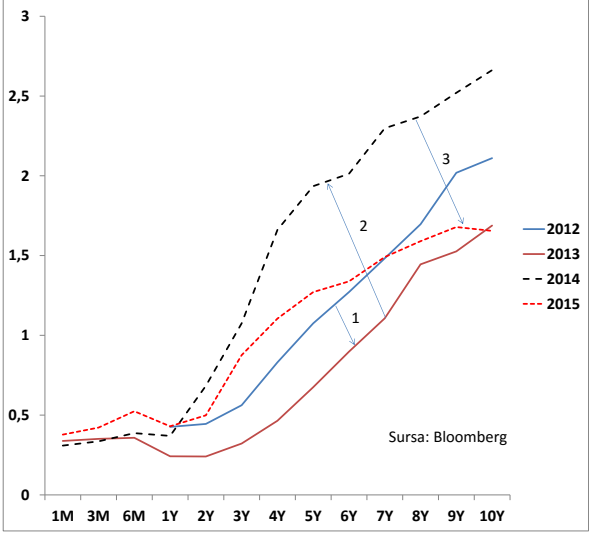


Fig. 10: Zona euro - curba randamentelor la obligațiuni guvernamentale (%)

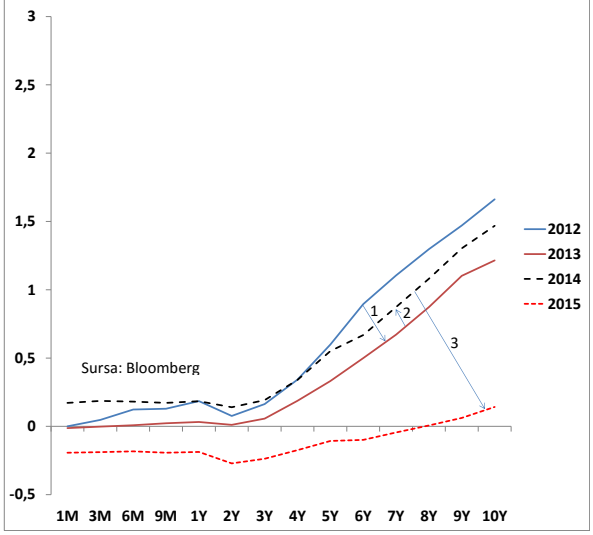


Fig. 11: Descompunerea randamentelor la bondurile americane pe 10 ani (%)

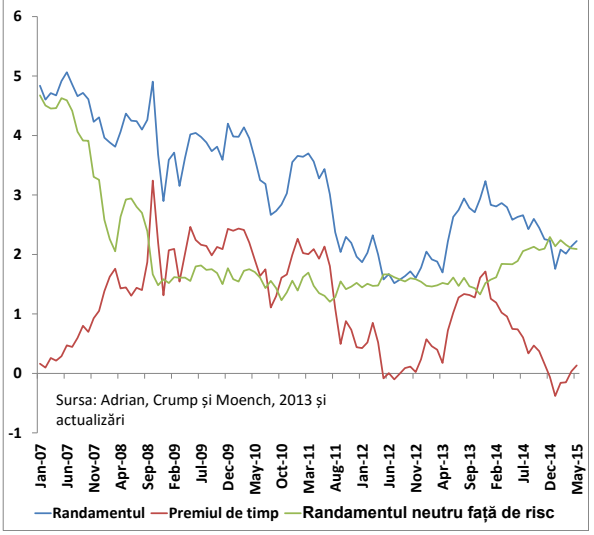


Fig: 12: România - curba randamentelor la titlurile de stat denominate în lei (%)

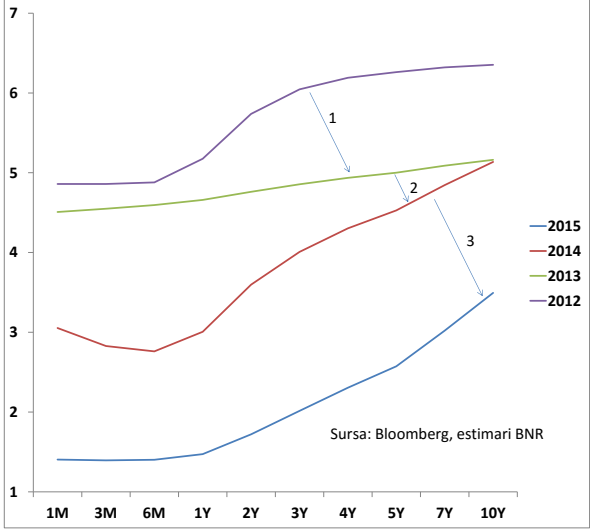
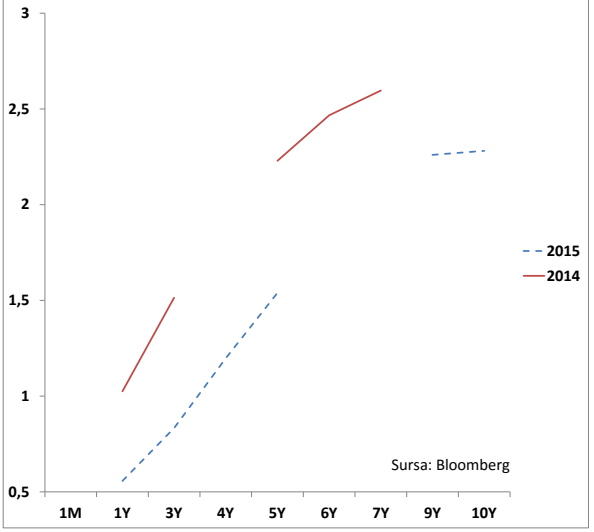


Fig.13: România - Curba randamentelor la titlurile de stat denominate în euro (%)



Se vede că a avut loc o aplatizare a curbelor în perioada 2014-2015. Date fiind anticipațiile stabile referitoare la inflație și la curba ratelor dobânzii pe termen scurt în această perioadă, înseamnă că aplatizarea s-a datorat în special scăderii primei de timp, așa cum se vede în Fig. 11 pentru SUA (Adrian, Crump și Moench, 2013).

Aceste evoluţii s-au repercutat şi asupra randamentelor obligaţiunilor româneşti. Simulările realizate pe baza unui model VAR (Radu, 2015) sugerează faptul că, pe parcursul perioadei noiembrie 2012 - aprilie 2015, efectul cumulat al unei variaţii cu 1 punct procentual a randamentului titlurilor de stat americane cu scadenţa de 10 ani asupra randamentului titlurilor româneşti cu aceeaşi scadenţă denominate în lei a fost de aproximativ 0,3 puncte procentuale. În Fig. 12 și Fig 13 sunt prezentate randamentele la titlurile de stat emise de România, în lei și în euro.

6. Perspectivele dezechilibrelor globale

Într-o perspectivă mai îndepărtată, ratele reale ale dobânzii, care au și alți determinanți decât excedentul de economisiri, ar trebui să scadă suficient în țările cu surplus 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 țintind la avantaje comerciale, (c) unele țări rămân dependente de export, (d) prețul petrolului rămâne la un nivel relativ înalt, facilitând excedentul de economisiri în țările exportatoare de petrol și, în sfârșit, (e) cererea internă în anumite țări rămâne constrânsă de factori structurali, astfel că o reducere a ratei dobânzii ar rezulta în deprecierea monedei și în creșterea excedentului de economisiri. Date fiind restricțiile menționate, ratele dobânzii nu vor scădea suficient pentru a elimina dezechilibrele globale.

O reducere a dezechilibrelor globale ar putea apărea dacă în economiile cu excedent de economisiri, cheltuielile ar începe să se apropie de nivelul veniturilor. Măsurile de politică economică ce ar putea ajuta în acest sens sunt menționate în Bernanke (2007). Dar, așa cum vom discuta imediat în această secțiune, aceste șanse sunt, cel puțin în condițiile actuale, greu de conceput pentru principalele economii/arii cu excedent de economisiri.

De asemenea, unele presiuni pentru creșterea economisirilor dorite ar putea apărea în SUA pe măsură ce creșterea populației (și eventual cea a forței de muncă) se încetinește. Mai mult, limita până la care SUA se poate îndatora ar putea fi atinsă la un moment dat sau, invers, capacitatea țărilor cu surplus de a deține titluri americane s-ar putea satura, generând costuri nesustenabile pentru împrumuturi. Dar, chiar având în vedere aceste posibile evoluții, țările rămân în continuare în procesul de punere în secundaritate, asumându-și poziției de exportator net de capital financiar sau a celei de importator net, în funcție de capacitatea de gestionare a consecințelor unor crize sau a unor scheme deficitare de pensii, cum este cazul în unele țări asiatice, de exemplu, în China.

Dacă ipoteza punerii în secundaritate prezentată și discutată în acest studiu este corectă, atunci, în eventualitatea că SUA nu mai poate îndeplini rolul pe care îl are în procesul de punere în secundaritate, alte economii dezvoltate vor fi identificate pentru a juca, alături de SUA rolul pe

care aceasta încă îl joacă singură în acest proces. În consecință, tendința de accentuare a dezechilibrelor globale și efectele de reducere a ratelor reale a dobânzii ar putea continua.

Deocamdată nu este nevoie să se identifice o altă economie care să joace rolul pe care îl joacă SUA. Dimpotrivă, 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 de punere în secundaritate 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, 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 depreciarea 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).

7. 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 pe termen lung – 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 pe termen scurt 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 tendința 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)-(e) și secundaritatea, excedentul global de economisiri se va accentua, inclusiv prin apariția excedentelor de economisiri în țări care au încă deficite de cont curent.

Informați 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 care intervin în comportamentul factorilor fundamentali după ce se atinge un anumit nivel de dezvoltare.

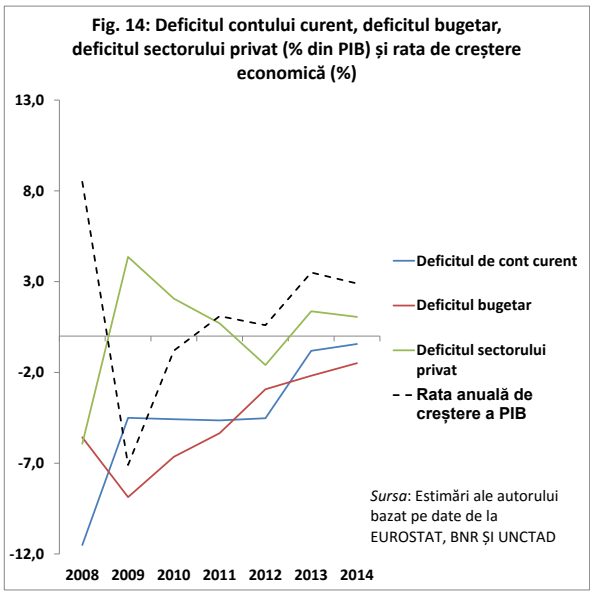
7.1 Implicații pe termen scurt

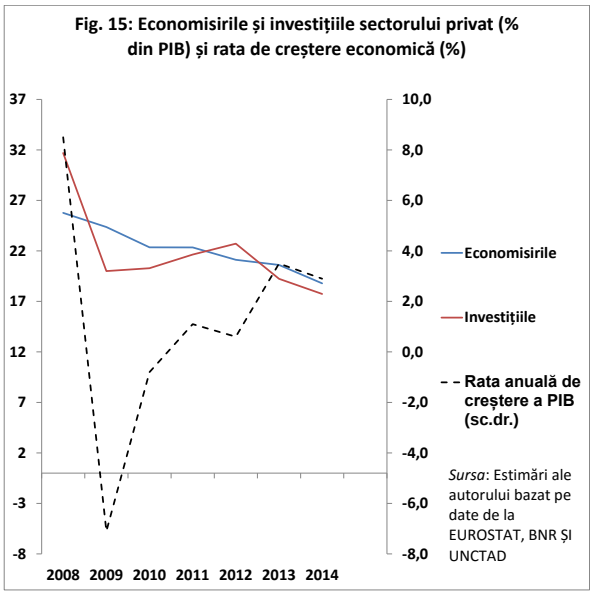
Apariția excedentului de economisiri

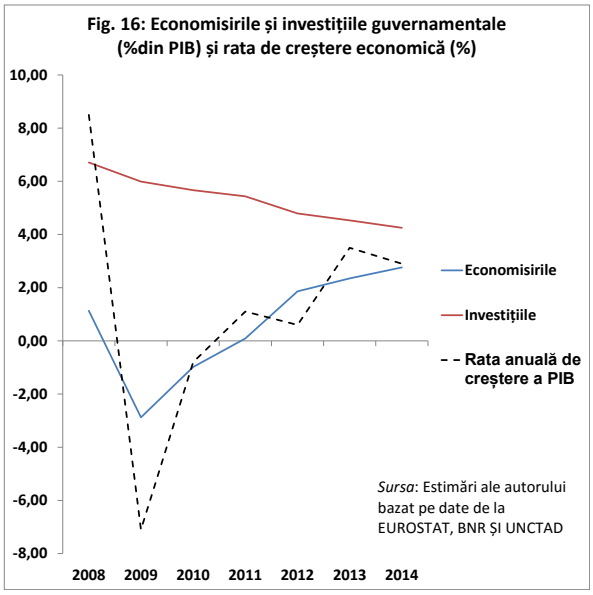
Pe termen scurt, una dintre implicații este aceea că, dacă ipoteza punerii în secundaritate este corectă, România s-ar putea îndrepta spre un excedent de economisiri. Acum această ipoteză pare improbabilă, dar și prăbușirea deficitului de economisiri în 2013 și apoi înjumătățirea lui ca procent din PIB în 2014 a fost o surpriză totală.

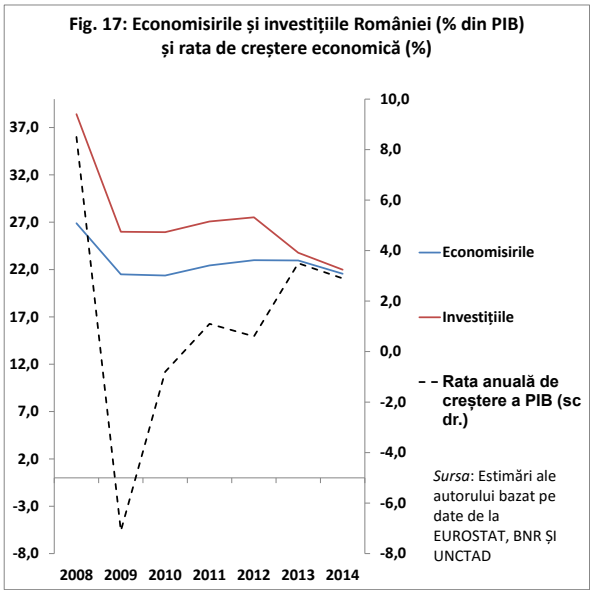
Excedentul de economisiri care ar putea apărea la nivelul întregii economii românești a apărut deja în sectorul privat. Exceptând anul 2012, sectorul privat a avut excedent de economisiri în toată perioada 2009-2014 (Fig. 14 și Fig. 15). Acest excedent, a apărut atât prin scăderea ponderii economisirilor în PIB cât și prin scăderea ponderii investițiilor private în PIB. În sectorul bugetar, deficitul de economisiri s-a redus, rămânând mai mic decât surplusul de economisiri al sectorului privat.

La reducerea deficitului de economisiri în sectorul bugetar a contribuit atât creșterea ponderii economisirilor guvernamentale în PIB, care a devenit pozitivă în 2011, cât și scăderea ponderii investițiilor în PIB (Fig. 16). Plățile în avans din bugetul public al anului 2014 pentru unele cheltuieli programate în 2015 a permis, în ultimă instanță, evitarea apariției excedentului de economisiri la nivelul întregii economii încă din 2014.





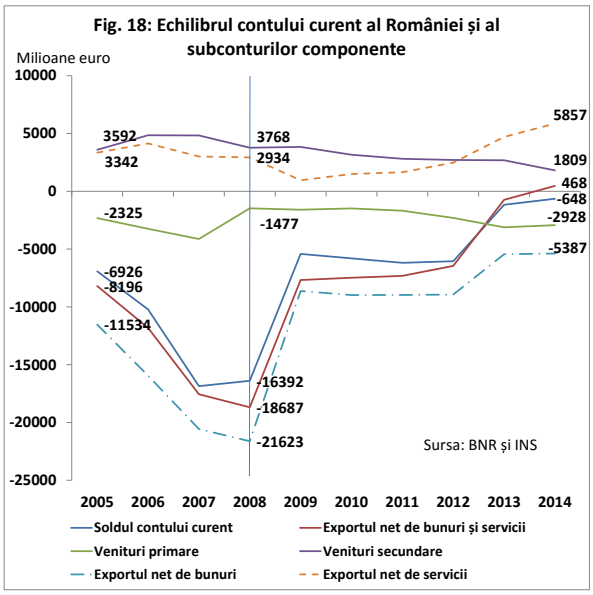




Poate că un excedent de economisiri nu va apărea în 2015 și 2016, mai ales dacă se implementează programul de reducere a impozitelor, care mărește deficitul bugetar structural de la 1 la sută din PIB, cât a fost în 2014, la 3 la sută din PIB în 2016. Totuși, în absența acestor ajustări nejustificate de cadrul macroeconomic, sensul de mers pare să fie spre surplus. Pe ansamblu, în România, scăderea investițiilor private și a celor publice a jucat rolul major în reducerea masivă a excedentului de investiții (Fig. 17).

Concluzia că sensul de mers este spre un surplus de economisiri, obținută din perspectiva economisiri-investiții, se obține și din perspectiva modelului de comerț internațional al României (Fig. 18). Multe ajustări care au dus la reducerea deficitului de cont curent sunt structurale în natură, adică sustenabile[21]. Influența ciclică, adică cea reversibilă a fost preponderentă cel mult până în 2013, dar nu mai este.

[21] 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



Semnele că România tinde spre un excedent de economisiri au devenit mai vizibile în 2013, când deficitul de cont curent s-a prăbușit la 1,1 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 (Fig. 18), și scăderea în continuare a deficitului de cont curent la 0,5 la sută din PIB în 2014.

Ajustările în balanța comercială au fost 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. 18). Toate aceste evoluții indică parcursul spre excedentul de economisiri.

Paradoxul românesc (The Romanian Conundrum)

Accelerarea creșterii economice după 2013, odată cu prăbușirea deficitului de economisiri a fost văzut ca un *conundrum* al economiei românești. Nu a fost evident de ce prăbușirea deficitului de cont curent în anii 2013 și 2014 a dus la sporirea ratei de creștere a PIB[22], estimată de Comisia Națională de Prognoză în prognoza de primăvară la 3,3 la sută pentru anul 2015 și la 3,4 la sută pentru 2016. Accelerarea creșterii exporturilor începuse încă din 2010, fără a rezulta într-o modificare a deficitului de cont curent – care s-a situat la aproximativ 4,5 la sută din PIB în întreaga perioadă 2009-2012 – și fără a accelera creșterea economică.

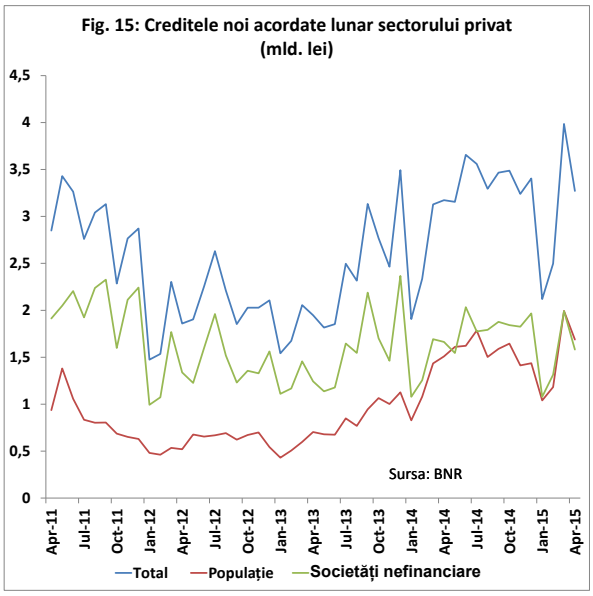
Conundrum-ul poate fi explicat pornind de la scăderea ratei naturale a dobânzii pe care o determină apariția unui excedent de economisiri. În România, prăbușirea deficitului de cont curent în apropierea lui zero a avut un efect similar apariției unui surplus: a determinat reducerea ratei naturale a dobânzii, probabil în mod rapid. Concomitent, inflația a urmat o tendință de scădere,

---

reducerea importurilor de gaze naturale pentru industria prelucrătoare. De asemenea, 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. O prezentare detaliată a modificărilor structurale care au dus la reducerea defictului de cont curent în România este în Iorga (2014). Între procesul de punere în secundaritate și modificările structurale menționate nu este o contradicție. Secundaritatea explică aceste procese din perspectiva economisiri-investiții, iar restructurările arată pașii spre maximizarea profiturilor la nivel microeconomic. Secundaritatea apare prin orice combinație între modificările în economisiri și investiții care are ca resultat stabil un exces de economisiri.

[22] O prăbușire și mai mare a excedentului de economisiri avusese lor în 2009. Excedentul de economisiri s-a redus de la aproximativ 13 la sută în 2008 la aproximativ 4,5 la sută în 2009 și stabilizaat la acel nivel până în 2012. Rezultatul acelei stabilizări la niveluri joase a fost evitarea unei recesiuni prelungite. Din această perspectivă, lucrurile au fost clare: așa cum deficitul de economisiri ajuă evitarea supraîncălzirii economiei când absorbția (cererea) internă este mare deoarece plasează o parte a cererii agregate în exterior, prin creșterea importurilor, tot așa, excesul de economisiri ajută la evitarea unei recesiuni atunci când cererea internă este slabă, prin creșterea exporturilor, adică prin cererea externă.

reflectând șocuri pozitive pe partea ofertei, dar și scăderea anticipațiilor inflaționiste. Atât reducerea ratei naturale a dobânzii cât și scăderea inflației generată de reducerea anticipațiilor au făcut necesară reducerea ratei actuale a dobânzii, iar BNR a redus-o de la 5,25 la sută în decembrie 2012 la 1,75 în mai 2015. Începând din 2013, costurile mai mici asociate cu creditele denominate în lei au ajutat creșterea economică prin reducerea influenței efectelor de bilanț, având în vedere că costurile împrumuturilor în valută au rămas relativ constante în lei (Copaciu, Nalban, Bulete, 2015).



Combinația dintre prăbușirea deficitului de cont curent, reducerea ratei dobânzii de politică monetară și gestionarea lichidității pare să fi avut ca rezultat plasarea ratei dobânzii de pe piața monetară sub nivelul ratei naturale în perioada 2013-2015 (gap stimulativ). Rata naturală este neobservabilă și, de aceea foarte incertă, astfel că incertitudinea se transferă și asupra gap-ului ratei dobânzii. Totuși, numai un gap stimulativ al ratei dobânzii poate fi consistent cu accelerarea creșterii economice și cu o scădere a inflației care reflectă în bună măsură scăderea anticipațiilor inflaționiste, așa cum a fost cazul în perioada menționată[23]. În Fig. 15 se vede că volumul de credit acordat lunar sectorului privat a început să crească în 2013, odată cu apariția gap-ului stimulativ al ratei dobânzii, ceea ce a ajutat creșterea economică.

Dilema ratei dobânzii

Pe termen scurt, o a doua implicație relevantă pentru România ar putea apărea dacă cererea agregată în economiile dezvoltate continuă să rămână sub potențial, cum e cazul în zona euro. În acest caz, ratele dobânzii de politică monetară din țările dezvoltate vor continua să rămână joase. Dar, așa cum am arătat, spre deosebire de zona euro, în România rata efectivă de creștere economică a fost semnificativ mai mare în ultimii ani decât rata potențială de creștere, grăbind închiderea gap-ului negativ al producției, posibil în 2015. Aceasta înseamnă că inflația ar putea crește începând cu 2016.

De aici apare o dilemă privind rata dobânzii în România. Pe de o parte, cu ratele dobânzii de politică monetară rămânând scăzute în economiile avansate, BNR are nevoie să reducă rata dobânzii de politică monetară, pentru a evita apreciere leului în raport cu nivelul de echilibru. Pe de altă parte, BNR ar putea avea nevoie să crească rata dobânzii pentru a ține în frâu anticipațiile inflaționiste venind de la un gap pozitiv al PIB, care în absența șocurilor va apărea, probabil, în 2016, alimentat de expansiunea consumului.

[23] Un gap nestimulativ ar fi dus atât la încetinirea creșterii economice, cât și la reducerea inflației.

BNR s-a confruntat cu o astfel de dilemă în timpul precedentei bule a prețurilor activelor. În perioada 2006-2008, temperarea anticipațiilor inflaționiste cerea creșterea ratei dobânzii, iar temperarea intrărilor de capitaluri, care în timp ce apreciau moneda alimentau, totuși, anticipațiile inflaționiste, cerea reducerea ratei dobânzii (Popa et al., 2009; Croitoru, 2014).

Totuși, o eventuală apariție a excedentului de economisiri ar putea face ca dilema să nu apară. Spre deosebire de perioada din timpul boomului economic, după criză, înclinația spre economisiri pare să fie mult mai mare. Dacă agenții economici din România au ajuns la concluzia că este mai bine să aibă excedent de economisiri decât deficit, adică să intre în procesul de punere în secundaritate, atunci această schimbare în înclinația spre economisiri va dura și România ar putea deveni membră a grupului țărilor cu excedent de economisiri. Apariția unui excedent de economisiri ar duce la scăderea ratei naturale a dobânzii, poate chiar sub nivelul actual al ratei dobânzii, ceea ce ar face necesară reducerea ratei dobânzii de către BNR.

Excedentul de economisiri are avantajul că poate tempera creșterea inflației. Dacă apariția excedentului de economisiri va face ca rata naturală să scadă sub rata de politică monetară, atunci banca centrală poate reduce în continuare rata dobânzii pentru a preveni apreciarea leului, fără a supraîncălzi economia. Este ca și când excedentul de economisiri ar juca rolul unui instrument suplimentar al politicii monetare.

Reacții de politică fiscală (Reducerea TVA)

În sfârșit, o altă implicație este apariția de schimbări în politica fiscală. Ratele dobânzii scăzute și creșterea economică accelerată poate crea impresia că bugetul are suficiente venituri pe baze permanente și că ratele de impozitare pot fi reduse fără a lărgi deficitul bugetar.

Schimbările de politică fiscală pot fi determinate și din perspectiva faptului că, alte lucruri fiind neschimbate, un excedent de economisiri reduce creșterea economică. 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 sfârșirul anului prin accelerarea creșterii economice. Dacă, totuși, agenții economici vor continua să economisească, așa cum au facut-o în ultimii șase ani, un deficit de economisiri ar putea apărea din sectorul public, mai ales dacă se aplică întregul program fiscal anunțat de

guvern, care are în centru reducerea TVA de la 24 la sută la 20 la sută începând din ianuarie 2016 și reducerea la 19 la sută începând cu ianuarie 2017.

Dar, așa cum am arătat, lărgirea deficitului bugetar împiedică apariția unui excedent de economisiri, care ar putea împiedica apariția dilemei ratei dobânzii. În acest caz, evitarea dilemei ratei dobânzii la care m-am referit mai sus depinde de când și la ce pas se va relua creșterea ratelor dobânzii de politică monetară în țările dezvoltate.

7.2 Implicații pe termen lung

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 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

Adrian, Tobias; Richard K. Crump; Emanuel Moench (2013), *Pricing the term structure with linear regressions*, Journal of Financial Economics 110, no. 1 (October 2013): 110-38. Pentru actualizarea datelor estimate pe baza modelului perezentat de autorii menționați, sursa este: http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2006/200628/200628abs.html și http://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html.

Barsky, Robert, Alejandro Justiniano, and Leonardo Melosi (2014), *The Natural Rate of Interest and Its Usefulness for Monetary Policy*, American Economic Review, 104(5): 37-43.

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

Bernanke, Ben S. (2007), *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, Speech delevered at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, (September 11).

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 inbalances and the finacial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper No. 346 (May).

Borio, Claudio; Disyatat, Piti (2014), *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.

Brunnermeier, Markus K.; Schnabel, Isabel (2015), *Bubbles and Central Banks: Historical Perspective* (January 21).

Copaciu, Mihai; Valeriu Nalban; Cristian, Bulete (2015) – "R.E.M. 2.0 - An estimated DSGE model for Romania", manuscript available at: http://www.dynare.org/DynareConference2015/papers/R.E.M.-2.0.pdf

Croitoru, Lucian (2014), *Teoria şi critica politicii monetare în România*, http://www.bnro.ro/Studii,-analize,-puncte-de-vedere-4009.aspx.

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

Croitoru, Lucian (2015b), *Monetary Policy and the Global Imbalances (the euro, the dollar, the yen and the yuan)*, forthcoming, sau versiunea în limba română *Euro, dolarul, yenul şi yuanul*, www.bnro.ro.

Curdia, Vasco; Andrea Ferrero; Ging Cee Ng; Andrea Tambalotti, 2014. Has U.S. Monetary Policy Tracked the Efficient Interest Rate? Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2014-12, http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2014-12.pdf.

Eggertsson, Gauti. B., and Mehrotra, N. R. (2014), *A Model of Secular Stagnation*, *NBER* Working papers, 1-47.

Hamilton James D.; Ethan S. Harris; Jan Hatzius; Kenneth D. West (2015), *The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future* (February, revised August).

Iorga, Elena (2014), *Mozaicul modificărilor structurale în România: câteva piese*, http://www.bnr.ro/Simpozion-Transformari-in-economia-romaneasca-10812.aspx (aprilie).

Laubach, Thomas; John C. Williams (2015), *Measuring the Natural Rate of Interest Redux*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series (October).

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).

Radu, Răzvan (2015), *Estimarea curbei randamentelor titlurilor de stat*, http://www.bnr.ro/Colocvii-de-politica-monetara---editia-a-VIII-a,-Bucuresti,-21-mai-2015-12372.aspx.

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.

http://www.indexmundi.com/facts/united-states/real-interest-rate