

CICLURI ECONOMICE ...

D i s e r t a ț i e

**cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa
al Universității Politehnice București**

Academician Mugur Isărescu

București, 18 octombrie 2013

Cuprins

- Ce sunt ciclurile economice? 3
- Evoluția teoriilor ciclurilor economice14
- Câteva lecții ale crizei financiare globale 21

Ce sunt ciclurile economice?

Ciclul economic: definiție și faze

Definiție:

- Constă în fluctuațiile la nivelul activității economice de ansamblu, care se produc în mod recurent pe parcursul mai multor luni sau ani
- În pofida denumirii, ciclul economic are un grad relativ scăzut de predictibilitate în ceea ce privește frecvența și magnitudinea
- Evoluția ciclică este o caracteristică inerentă economiei de piață

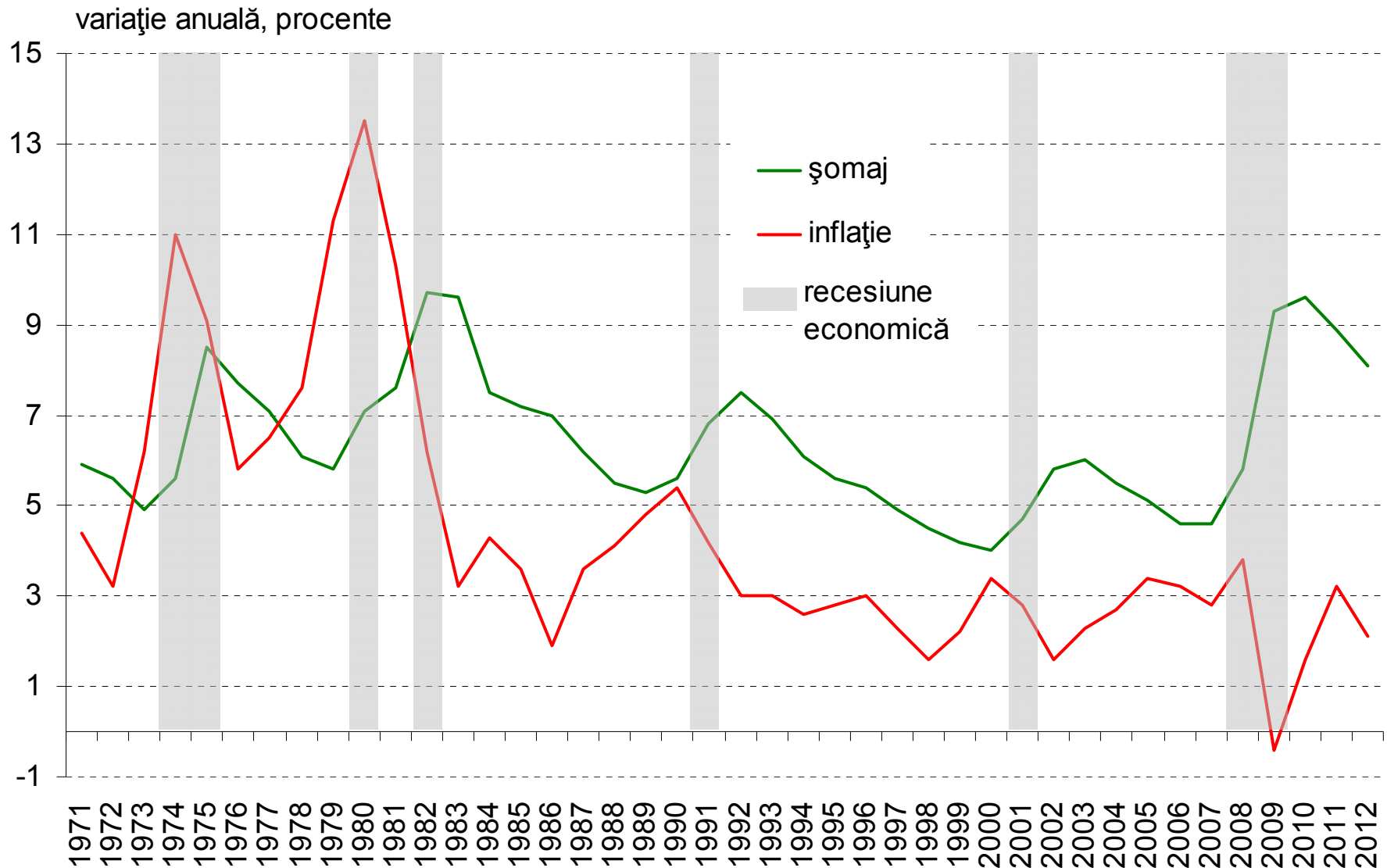
Faze: expansiune – punct de maxim – contracție – punct de minim

- Este în general măsurat prin mișcările ascendente și descendente ale PIB în jurul trendului

DAR

- Pentru identificarea fazelor ciclului economic au relevanță și alți indicatori: gradul de ocupare a forței de muncă, rata inflației, rata dobânzii, cererea de consum

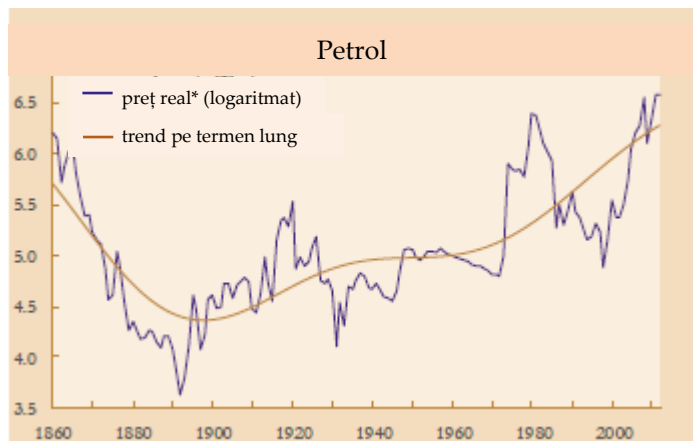
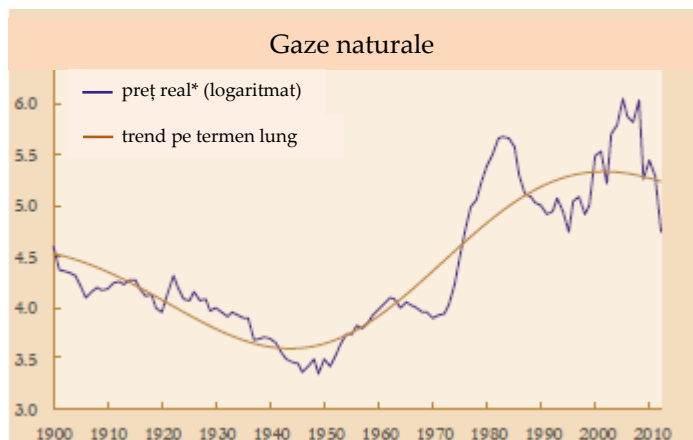
Statele Unite: evoluția șomajului și a inflației în perioadele de recesiune



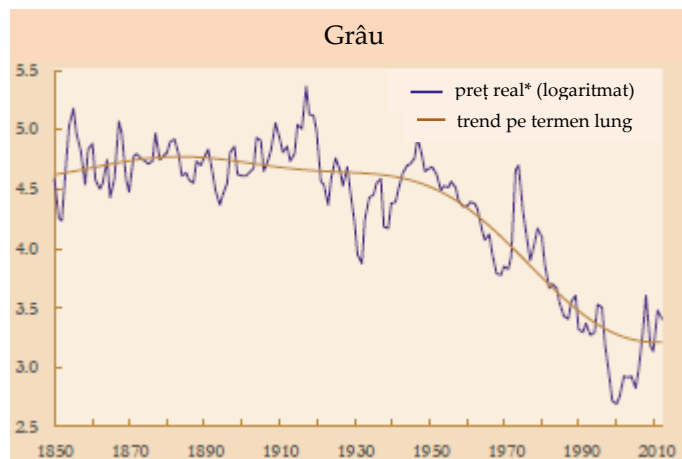
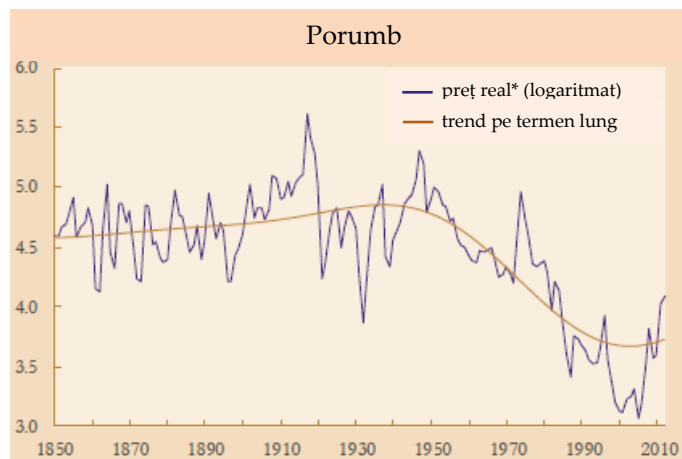
Sursa: Bureau of Labor Statistics, International Monetary Fund

Indiferent de tendința prețurilor pe termen lung, ...

Produse energetice (+)



Produse agricole (-)

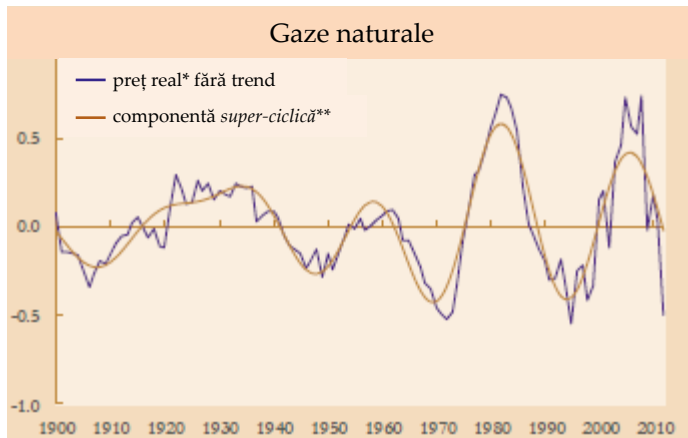


* Definit ca indice deflatat cu IPC

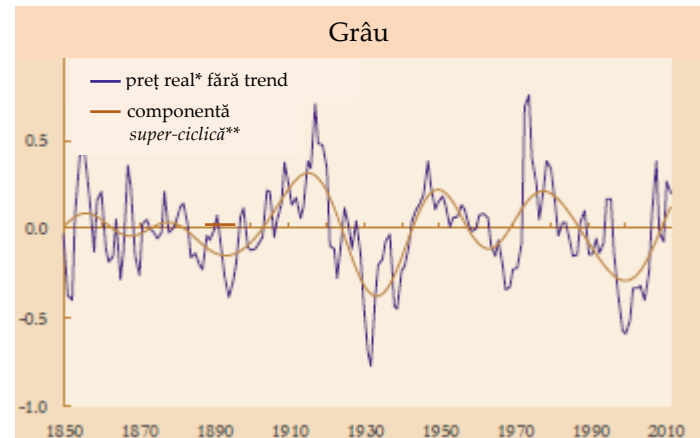
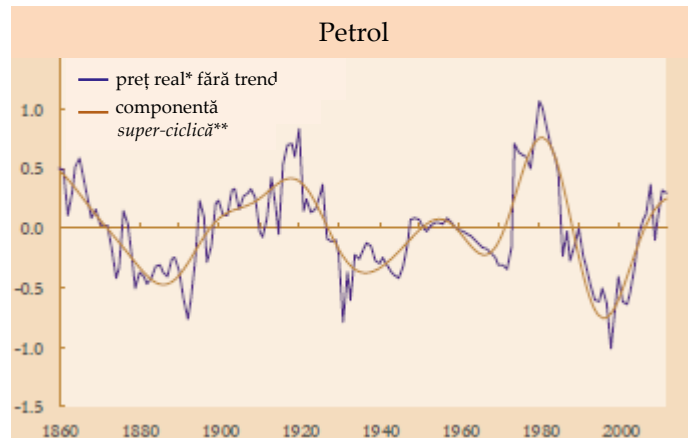
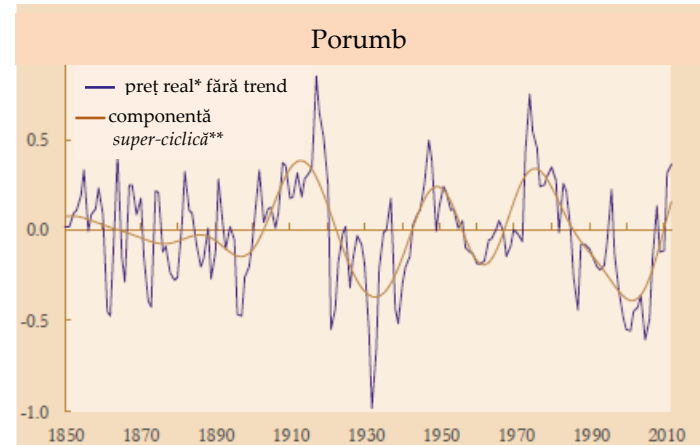
Sursa: Jacks, 2013

...evoluția acestora pe termen scurt și mediu are o componentă ciclică semnificativă

Produse energetice



Produse agricole



* Definit ca indice deflatat cu IPC

** Cu o durată de 20-70 ani *versus* componenta ciclică (sub 20 ani)

Sursa: Jacks, 2013

Tipologia ciclurilor economice

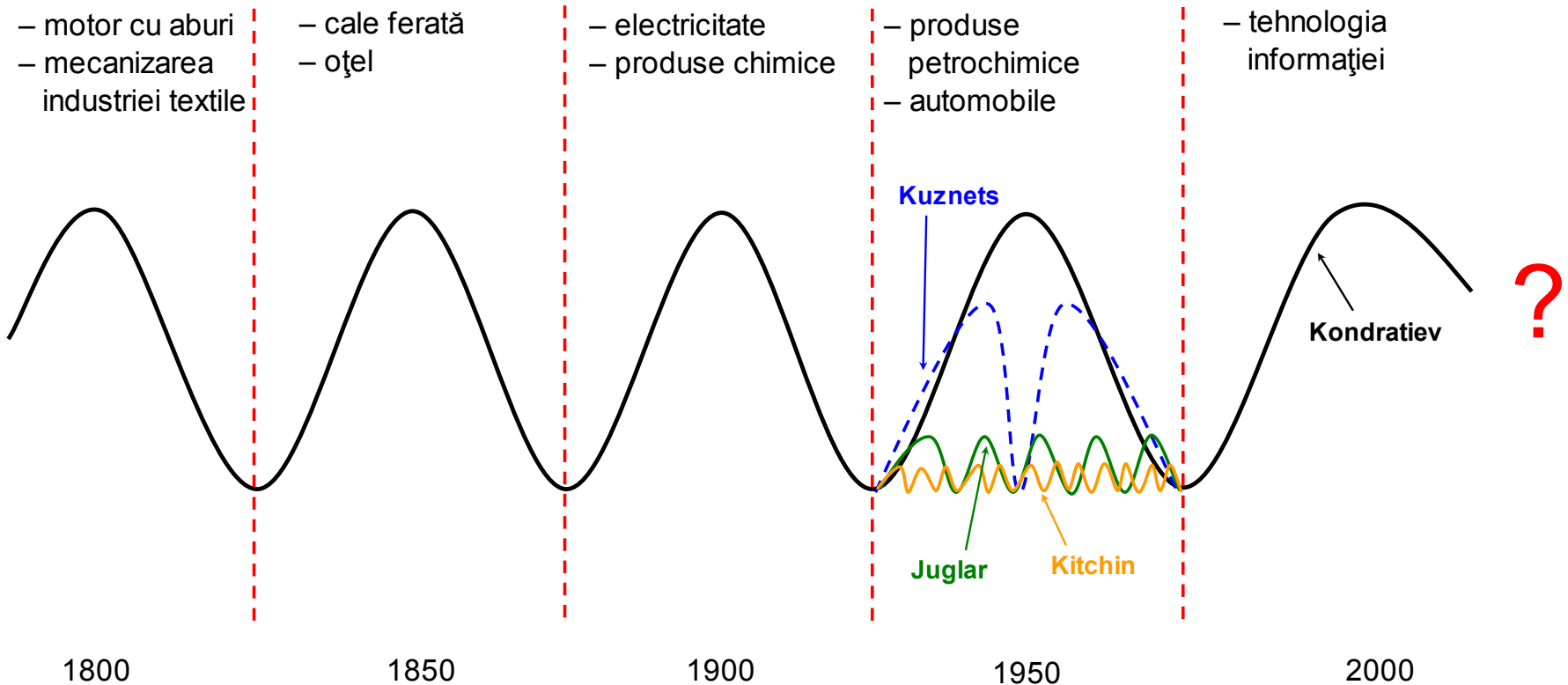
Literatura economică evidențiază patru tipuri principale de cicluri economice

- *Cicluri ale stocurilor (Kitchin)*, care au o durată de circa 40 de luni – principala cauză o reprezintă necesitatea refacerii stocurilor
- *Cicluri ale investițiilor în fonduri fixe (Juglar)*, cu o durată de circa 10 ani, determinate de evoluțiile marilor procese industriale
- *Cicluri ale investițiilor în infrastructură (Kuznets)*, cu o durată de 15-25 de ani, asociate unor procese demografice (mișcări migratorii) care influențează intensitatea activității în construcții
- *Cicluri lungi (Kondratiev)*, care au o durată de circa 50 de ani
 - ✓ Determinate de inovații tehnologice majore
 - ✓ Compose dintr-o alternanță de cicluri economice cu o durată mai mică

Din teoria ciclurilor lungi s-au dezvoltat două direcții de cercetare:

- Ciclurile tehnologice
- Ciclurile financiare

Inovații tehnologice majore și cicluri economice lungi



O interpretare simplificată a ciclului Kondratiev: fluxurile și refluxurile activității economice sunt determinate de inovațiile generatoare de plusuri de productivitate

Inovații tehnologice majore și cicluri economice lungi (2)

Asistăm în prezent la digitalizarea pe scară tot mai largă a producției industriale, marcată de convergența unei întregi game de tehnologii de nivel superior

Soft inteligent, robotizare avansată, nanotehnologie, materiale de ultimă generație, tipărire 3D, extinderea serviciilor *on-line*



Posibilitatea realizării, cu costuri relativ scăzute, a unor produse cu grad mai înalt de diversificare, deci mai „apropiate” de preferințele consumatorului



Trecerea de la producția de serie mare (tipică celei de-a doua revoluții industriale) la personalizarea pe scară largă (*mass customisation*)



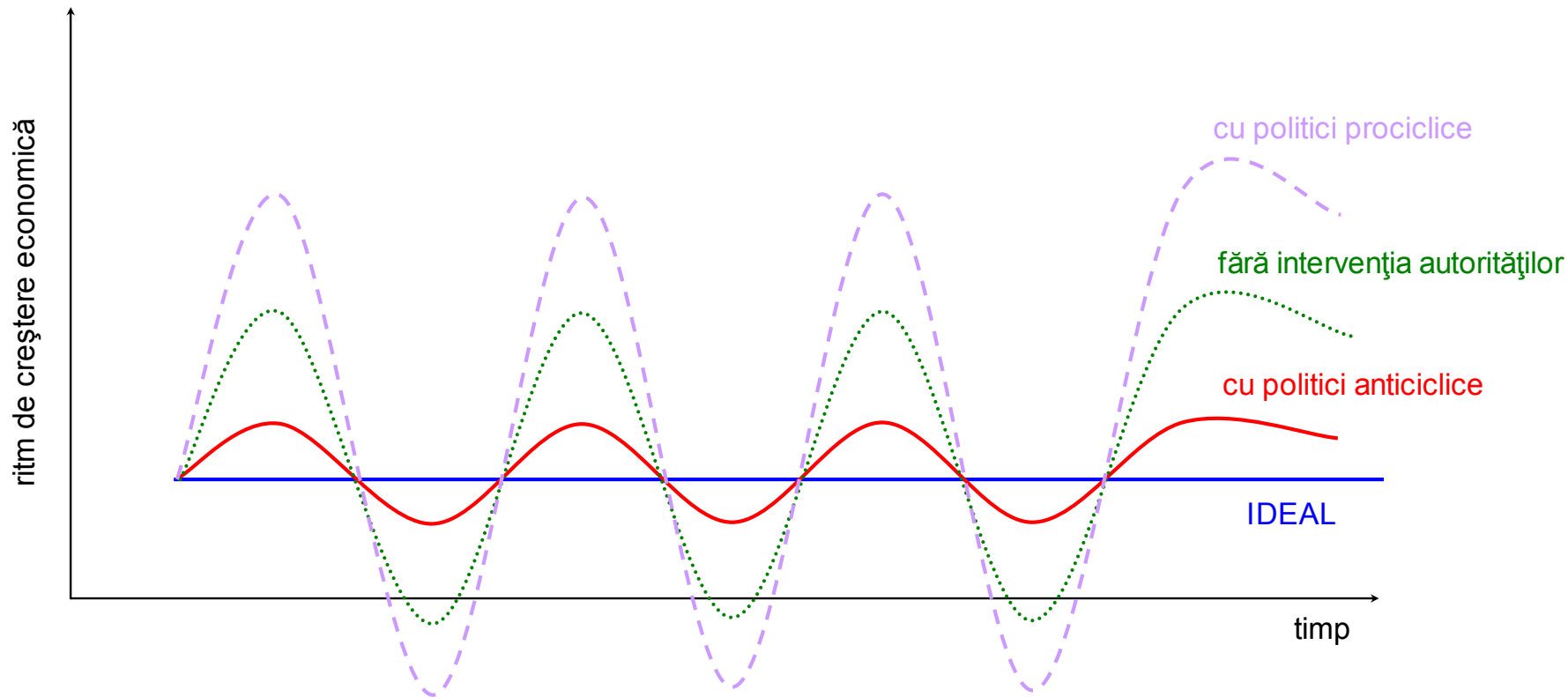
Temperare a tendinței de acumulare a stocurilor



Posibilă aplatizare a ciclului economic

Posibilă reapropiere a unităților de producție de piață

Politicele economice influențează amplitudinea fluctuațiilor activității economice

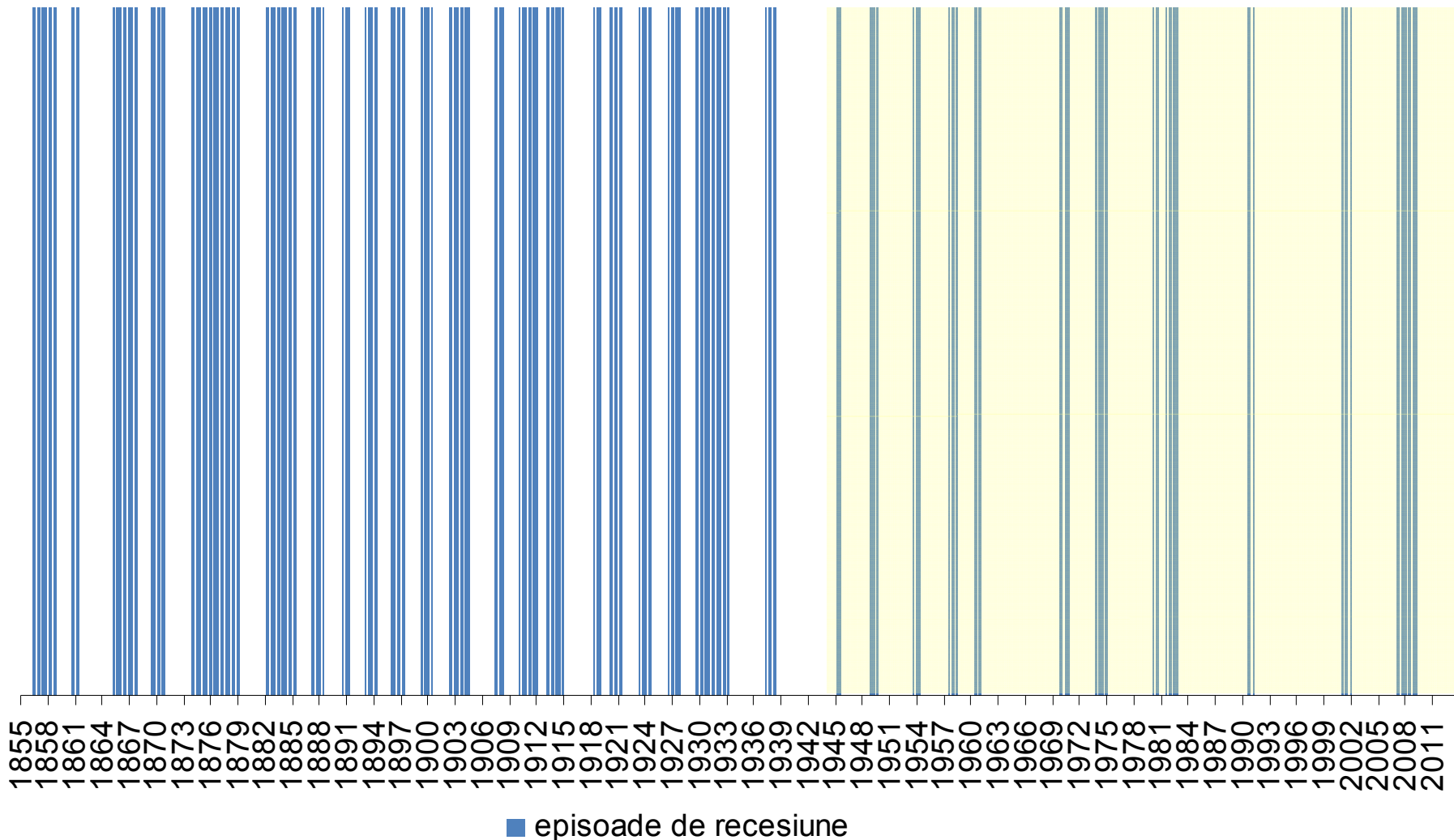


- Politica fiscală și politica monetară sunt utilizate pentru temperarea volatilității activității economice
- Este necesară și atenuarea expansiunii, nu doar a recesiunii
- Macrostabilizarea economică nu înseamnă eliminarea ciclului economic

Ciclul economic nu dispare, dar se transformă

- Perioadele lungi de prosperitate tind să favorizeze impresia că ciclul economic aparține trecutului → economia a intrat într-o „eră nouă”
 - ✓ Exemple de astfel de perioade ar fi anii '20, anii '60 și anii '90
 - ✓ Iluziile au fost însă spulberate întotdeauna de un nou episod de recesiune
- Cu toate acestea, chiar și luând în considerare criza financiară recentă, forma ciclurilor s-a modificat după Al Doilea Război Mondial:
 - ✓ Episoadele de expansiune au devenit mai lungi, iar cele de contracție a ciclului mai scurte

Statele Unite: în perioada postbelică, frecvența și durata episoadelor de recesiune s-au redus



Sursa: NBER

Evoluția teoriilor ciclurilor economice

Teoria suprainvestirii:

Schumpeter, Wicksell, Cassel, Hayek

- Pune accentul pe partea ofertei:
 - ✓ Ciclurile economice sunt determinate de evoluția ofertei factorilor de producție
 - ✓ Cererea agregată este irelevantă (legea lui Say)
- Consens între autori în ceea ce privește explicația intrării în faza de recesiune:
 - ✓ Pentru a fi finalizate, proiectele de investiții necesită transferuri continue de resurse
 - ✓ Intrarea în faza de recesiune apare ca rezultat al dificultăților în realizarea acestor transferuri pe măsură ce prețul factorilor de producție crește și aceștia sunt concentrați în industriile producătoare de bunuri de consum
 - ✓ Marjele de profit sunt comprimate și investițiile intră în declin
 - ✓ Proiectele de investiții sunt oprite și o mare parte a capitalului investit este pierdut
- Intrarea în faza de expansiune a ciclului se datorează unei combinații între scăderea prețurilor factorilor de producție și existența oportunităților de investiții:
 - ✓ Schumpeter pune accentul pe acumularea unei mase critice de invenții neexploatate în perioada în care investițiile sunt în declin – inovația este motorul *boom*-ului

Teoria keynesiană:

Keynes, Samuelson, Hicks, Mundell, Fleming

- A apărut ca răspuns la imposibilitatea teoriei clasice de a explica magnitudinea și durata Marii Depresiuni din 1929-1933 și mută accentul în ceea ce privește determinarea producției agregate dinspre oferta de factori de producție înspre cererea agregată
 - ✓ Investițiile rămân variabila care determină fazele ciclului economic, însă Keynes le privește ca depinzând de cererea agregată – lipsa acestora poate prelungi episoadele de criză dincolo de limite rezonabile și suportabile social
- Politici macroeconomice activiste (în special cea fiscală) devin cruciale pentru stimularea cererii agregate (suplinind lipsa cererii private în episoadele de recesiune) și scoaterea economiei din starea de recesiune prelungită

Teoria monetaristă: Friedman, Phelps, Laidler

- S-a dezvoltat în contextul stagflației în care au eșuat politicile de stimulare perpetuă a cererii agregate de sorginte keynesiană și readuce oferta agregată în prim-plan:
 - ✓ Nivelurile medii ale ocupării și producției sunt văzute ca fiind independente de cererea agregată
 - ✓ Interacțiunea dintre cererea și oferta agregată determină fluctuațiile pe termen scurt în jurul acestor niveluri medii
- Manifestă scepticism față de eficacitatea politicilor de macrostabilizare:
 - ✓ Politicile economice au o acuratețe limitată, date fiind decalajele lungi și variabile ce țin de:
 - disponibilitatea datelor statistice
 - capacitatea de a identifica faza ciclului economic
 - particularitățile procesului legislativ
 - procesul de adoptare a deciziilor
 - transmisia impulsurilor de politică macro către economia reală
- Recomandă practicarea unor politici care să promoveze predictibilitate și stabilitate în economie:
 - ✓ Promovarea independenței băncilor centrale și a regulilor de politică monetară în defavoarea comportamentului discreționar
 - ✓ Lipsa activismului creează premisele autoreglării rapide a sistemului

Noua macroeconomie clasică și teoria ciclului real de afaceri (RBC): Lucas, Barro, Kydland, Prescott, Long, Plosser

- Au întărit rolul ofertei agregate, diminuându-l până la dispariție pe cel al cererii și au avut drept ingrediente:
 - ✓ Ipoteza piețelor eficiente
 - ✓ Flexibilitatea prețurilor și salariilor
 - ✓ Ipoteza așteptărilor raționale (agenții economici nu comit erori sistematice)
 - ✓ Microfundații explicite
 - ✓ Critica lui Lucas
- Teoria RBC explică ciclul de afaceri ca fiind datorat exclusiv șocurilor de productivitate (tehnologice):
 - ✓ Ciclul apare ca rezultat al ajustărilor determinate de șocul tehnologic asupra deciziilor de alocare a factorului muncă, asupra timpului de punere în funcțiune a proiectelor de investiții, precum și asupra nivelului stocurilor
 - ✓ Cererea agregată este complet irelevantă
 - ✓ Politicile macroeconomice nu au efecte reale, afectând doar nivelul prețurilor din economie
- Critici aduse teoriei RBC:
 - ✓ Imposibilitatea identificării unor șocuri tehnologice care să genereze fluctuații ciclice de dimensiunile observate
 - ✓ Comportamentul productivității nu depinde doar de componenta exogenă a șocurilor tehnologice, ci și de elemente endogene

Teoria neo-keynesiană:

Stiglitz, Krugman, Mankiw, Romer, Woodford, Bernanke, Blanchard, Gali

- Păstrând rigorile modelelor neoclasice, le augmentează prin luarea în considerare a imperfecțiunilor piețelor:
 - ✓ Rigiditatea prețurilor și salariilor
 - ✓ Competiție imperfectă
- În lipsa flexibilității complete a prețurilor care să permită echilibrarea instantanee a piețelor, politicile macroeconomice sunt din nou eficace
- Importanța așteptărilor – politicile de macrostabilizare pot fi eficiente chiar în lipsa unei acțiuni directe asupra variabilelor macroeconomice de interes, în măsura în care reușesc să asigure un optimism crescut la nivelul mediului de afaceri

Consensul

- Sinteza ideilor keynesiene și monetariste a condus la un consens al profesiei care continuă să ghideze comportamentul decidenților de politici macroeconomice:
 - ✓ Producția agregată este rezultatul interacțiunii dintre cererea și oferta agregată
 - trendul producției este determinat de factori de natura ofertei
 - factori de natura cererii agregate determină oscilații pe termen scurt în jurul acestui trend
 - funcționarea economiei de piață este susceptibilă să genereze fluctuații ample și de durată ale nivelului activității economice, însă politicile macroeconomice sunt capabile să le limiteze amplitudinea
 - ✓ Politica monetară nu poate influența nivelul producției pe termen lung (neutralitate), iar recursul sistematic la stimuli monetari duce inevitabil la inflație
 - existența rigidităților nominale (la nivelul salariilor și al prețurilor) implică faptul că politica monetară este însă capabilă să influențeze pe termen scurt variabile reale
 - ✓ Așteptările agenților economici reacționează la politicile economice și le determină eficacitatea

Câteva lecții ale crizei financiare globale

Ciclul financiar influențează substanțial ciclul economic

- Ignorarea factorilor financiari a fost o eroare
 - ✓ „Cunoașterea în economie nu este cumulativă. Nu știm neapărat mai multe azi decât știam ieri, chiar dacă suntem tentați să credem altfel. Așa-zisele lecții sunt învățate, uitate, reînvățate și uitate din nou. Noțiunea de ciclu financiar și rolul acestuia în macroeconomie nu reprezintă o excepție” (Borio, 2012)
 - factorii de ordin financiar erau considerați lipsiți de relevanță, un simplu „văl” de care se poate face abstracție în eforturile de a înțelege ciclul de afaceri
 - în cel mai bun caz, includerea factorilor financiari în modelele macroeconomice avea drept rezultat o ușoară creștere a persistenței fluctuațiilor ciclice
- Designul unor politici macroeconomice adecvate impune luarea în considerare a ciclului financiar
 - ✓ Ciclul financiar are o frecvență mult mai redusă decât ciclul de afaceri tradițional
 - ✓ Sistemul financiar nu doar alocă resurse, ci și creează putere de cumpărare (Borio, 2012)
 - ✓ Integrarea piețelor financiare impune o perspectivă globală atunci când sunt căutate soluții
- Comportamentul agenților economici, care tind să manifeste euforie în perioade de *boom* și panică în condiții de criză, acționează în sensul amplificării ciclurilor financiare și economice

Ciclul financiar – caracteristici

➤ Borio (2012) arată că există cinci particularități distinctive ale ciclurilor financiare:

1. Au o frecvență mult mai redusă (o durată mult mai lungă) decât ciclurile de afaceri. Astfel, ciclurile financiare durează în medie 16 ani, în timp ce ciclurile de afaceri, între 1 și 8 ani*.

Implicație: faza de contracție a unui ciclu financiar durează câțiva ani, spre deosebire de recesiunile induse de ciclurile de afaceri, care rareori depășesc un an.

2. Vârfurile ciclurilor financiare coincid, de regulă, cu momentul declanșării crizelor bancare sistemice.

Implicație: în recesiunile cauzate de ciclurile financiare (care implică băncile), căderile de PIB sunt mult mai severe decât în recesiunile cauzate de ciclurile de afaceri.

* Acest interval este în mod uzual folosit în filtrele statistice pentru separarea componentei ciclice a PIB de trendul acestuia.

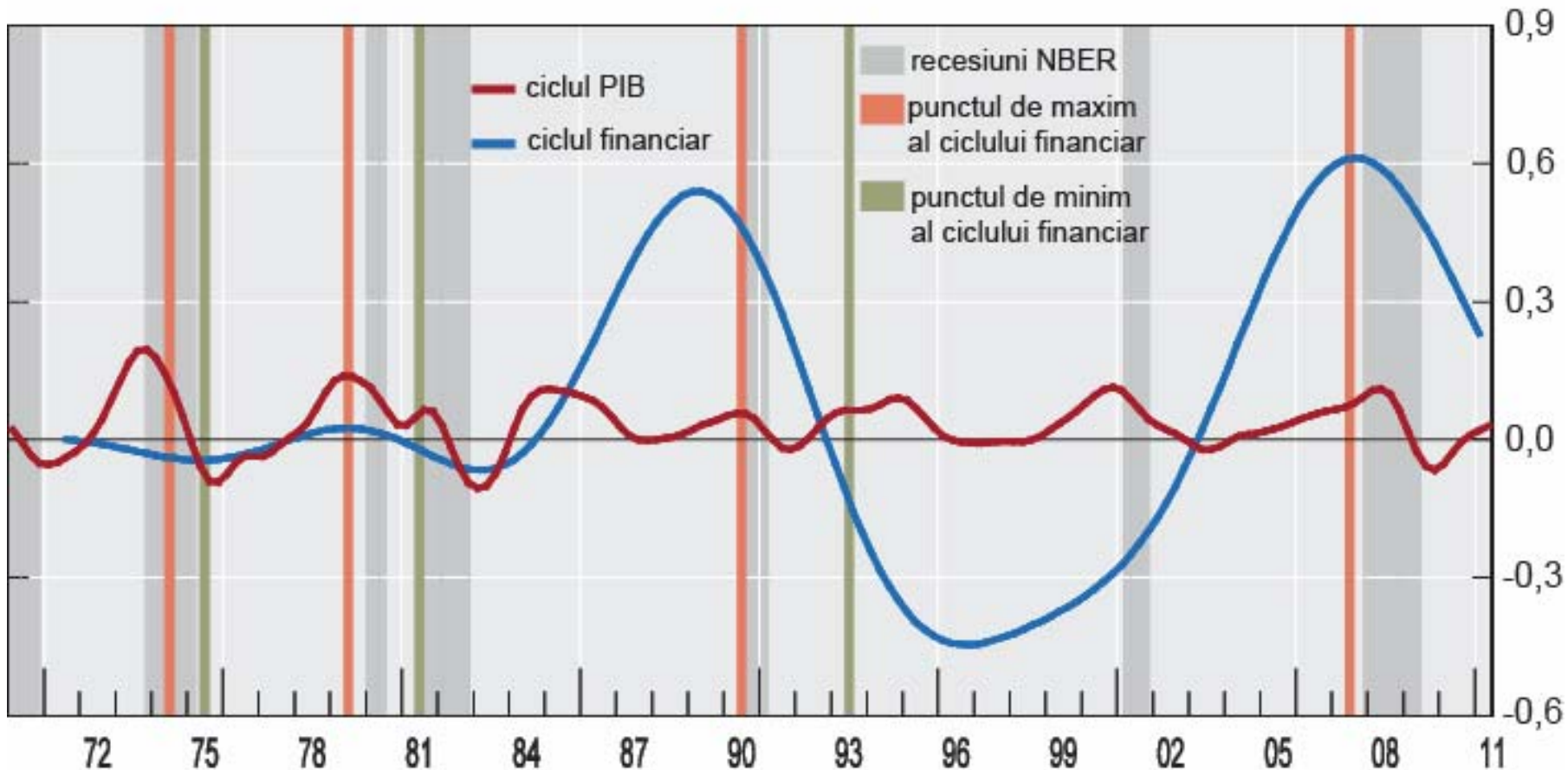
Ciclul financiar – caracteristici (2)

3. Ciclurile financiare se caracterizează prin evoluția în tandem a creditului bancar și a prețului proprietăților (prețul acțiunilor nu evoluează corelat cu acestea).

Implicație: combinația dintre evoluția creditului și evoluția prețurilor imobiliare surprinde cel mai bine legătura dintre ciclul financiar, ciclul de afaceri și crizele financiare.

4. Monitorizarea evoluției creditului și a prețurilor activelor permite gestionarea riscului de apariție a unor crize financiare și luarea de măsuri de atenuare a acestora.
5. Ciclul financiar nu este regulat și staționar, lungimea și amplitudinea acestuia depinzând de caracteristicile sistemului financiar și ale politicii monetare, precum și de tendințele economiei reale.
 - a) Liberalizarea financiară este asociată cu creșterea amplitudinii acestuia
 - b) O politică monetară preocupată exclusiv de inflație nu va răspunde la *boom*-urile financiare dacă inflația este scăzută
 - c) Globalizarea este asimilabilă unui șoc favorabil de ofertă, care însă acționează în sensul amplificării ciclului financiar

Ciclurile financiare și economice în Statele Unite



- ■ Puncte de maxim/minim calculate pe baza comportamentului combinat al seriilor componente: credite, raportul credite/PIB și prețul locuințelor
- Ciclul financiar determinat folosind filtre de frecvență, ca medie a ciclului pe termen mediu aferent seriilor componente
- Ciclul PIB identificat cu ajutorul filtrelor de frecvență tradiționale, care îi atribuie acestuia variații cu periodicitate mai scurtă

Sursa: Borio, 2012

Influența politicilor macroeconomice este sever constrânsă în perioada următoare declanșării unei crize financiare, ...

- Politica fiscală: mecanismul standard de stimulare poate fi nefuncțional în condițiile în care agenții economici sunt angajați într-un proces de reparare a bilanțurilor
 - ✓ Prioritizarea alocării veniturilor suplimentare generate de o relaxare fiscală către rambusarea datoriilor în detrimentul consumului și al investițiilor
 - ✓ Propagarea stimulului va fi obstrucționată de un sistem bancar „cu probleme”
- Politica monetară: acționează prin stimularea cererii de credite, a asumării de riscuri și prin creșterea prețurilor activelor (efect de avuție și bilanț)
 - ✓ Este dificil de imaginat funcționarea eficace a acesteia în condițiile în care sistemul este grevat de o îndatorare exagerată, de asumarea de riscuri excesive și de existența unor bule speculative la nivelul prețurilor activelor în perioada de *boom*

... ceea ce face esențială adoptarea de politici adecvate în perioada de expansiune

- Necesitatea recursului la politici macroprudențiale:
 - ✓ Este mai puțin costisitor să previi decât să reperi
 - ✓ În perioada de expansiune pot fi create rezerve pentru a fi folosite în perioada de recesiune (stocurile tampon de capital din Acordul Basel III)
- Politica monetară – considerentele de stabilitate financiară trebuie să aibă un rol proeminent în designul acesteia
 - ✓ Extinderea orizontului de prognoză dincolo de cei doi ani luați în calcul în mod obișnuit de băncile centrale – în special în ceea ce privește evaluarea riscurilor
 - ✓ Folosirea informațiilor conținute de prețurile activelor (neincluse în IPC) pentru detectarea timpurie a vulnerabilităților
- Politica fiscală – prudență sporită, având în vedere impactul extrem de favorabil al *boom*-urilor financiare asupra veniturilor bugetare, precum și tendința de a supraestima PIB potențial și creșterea economică viitoare în astfel de perioade

Bibliografie selectivă

- Altug, G. Sumru “Business Cycles. Fact, Fallacy and Fantasy”, World Scientific Publishing, 2010
- Borio, Claudio “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, BIS Working Papers No. 395, decembrie 2012
- Chari, V. Varadarajan, Christiano, J. Lawrence, Kehoe, J. Patrick “Facts and Myths About the Financial Crisis of 2008”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper No. 666, octombrie 2008
- Christiano, J. Lawrence, Fitzgerald, J. Terry “The Business Cycle: It’s Still a Puzzle”, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, Vol. 22, No. 4, 1998
- Diebold, X. Francis, Rudebusch, D. Glenn “Business Cycles. Durations, Dynamics and Forecasting”, Princeton University Press, 1999
- Friedman, Milton, Schwartz, J. Anna “Monetary History of the United States 1867-1960”, Princeton University Press, 1963

Bibliografie selectivă (2)

- Gordon, J. Robert “Why Innovation Won’t Save Us”, The Wall Street Journal, decembrie 2012
- Jacks, S. David “From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the Long Run”, NBER Working Paper No. 18874, martie 2013
- Kiyotaki, Nuhhiro “A Perspective on Modern Business Cycle Theory”, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, Vol. 97, No. 3, 2011
- Kydland, E. Finn,
Prescott, C. Edward “Time to Build and Aggregate Fluctuations”, Journal of the Econometric Society, Vol. 50, No. 6, noiembrie 1982
- Long, B. John,
Plosser, I. Charles “Real Business Cycles”, Journal of Political Economy, Vol. 91, No. 1, februarie 1983
- Lutz, G. Arnold “Business Cycle Theory”, Oxford University Press, 2002

Bibliografie selectivă (3)

Schularick, Moritz,
Taylor, M. Alan

“Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, American Economic Review, Vol. 102, No. 2, aprilie 2012

Schumpeter, A. Joseph

“Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process ”, Martino Publishing, 2005

Stadler, George

“Real Business Cycles”, Journal of Economics Literature, Vol. 32, No. 4, decembrie 1994

Woodford, Michael

“Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy”, Princeton University Press, 2003

* * *

“The Third Industrial Revolution”, The Economist, aprilie 2012.