

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

Lucian Croitoru

Martie 2012

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

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

## SUMAR

Când guvernele sunt supraîndatorate, efortul de a reinflata o economie pentru a o scoate din capcana lichidității revine în în mare măsură politicii monetare. Arătăm că, în această situație, printre problemele care pot apărea sunt: legarea anticipațiilor despre inflație de baza monetară; creșterea incertitudinii privind posibilitatea reversării de către băncile centrale a relaxărilor cantitative în strânsă corelație cu scăderea post-capcana lichidității a preferinței pentru lichiditate a băncilor; creșterea inflației în cazul în care băncile centrale nu vor reuși să reverseze relaxările cantitative la o rată adecvată pentru o perioadă îndelungată; apariția pierderilor la bancile centrale odată ce economiile ies din capcana lichidității și yield-urile cresc.

Având în vedere că ciclul instabilității este recurent și că șansele ca economia să evite intrarea în capcana lichidității sunt mai mari dacă la spargerea unei bule inflația este mai mare, atunci o inflație mai mare este de preferat. Studiul propune îmbunătățirea obiectivului politicii monetare prin trecerea de la țintirea explicită sau implicită a unei inflații joase și stabile la țintirea unei inflații moderate și stabile.

## 1. Introducere

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

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

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

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

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

## 2. Unele clarificări

Toate școlile de gândire sunt de acord că, în situația în care rata dobânzii pe termen scurt este egală sau aproape egală cu zero, banca centrală nu poate acomoda pe deplin șocuri deflaționiste suficient de largi prin reduceri ale ratei dobânzii. În schimb, efectele creșterii

cantității de bani asupra producției și a inflației depind de factorii cererii agregate pe care îi acceptă diferite abordări.

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

Neoclasicii (Pigou, Patinkin, Metzler) au argumentat că dacă prețurile scad, stocul real de bani crește (efectul Pigou), ceea ce ar duce la creșterea consumului și a cererii agregate, trăgând economia afară din capcana lichidității. Totuși, scăderea prețurilor în Japonia concomitent cu stagnarea consumului arată că efectul Pigou nu are forță<sup>1</sup>. Dimpotrivă, scăderea prețurilor duce la creșterea datoriilor reale, ceea ce afundă și mai tare economia în recesiune.

Astăzi este larg acceptat că cererea agregată depinde nu numai de rata curentă a dobânzii, pe care o stabilește banca centrală, ci și de pantele anticipate ale ratelor dobânzii și ale inflației, așa cum rezultă din modelele dinamice stochastice de echilibru general (DSGE). În acest fel, cererea agregată depinde de dobânzile pe termen lung. Datorită acestei dependențe, creșterea ofertei de bani ar putea fi eficientă în scoaterea economiei din capcana lichidității.

În modelele DSGE în care funcția de utilitate este presupusă separabilă<sup>2</sup>, banii reali sunt absenți atât de pe partea de cerere cât și de pe partea de ofertă a economiei. Politica monetară afectează economia prin intermediul ratei reale a dobânzii. Rata reală este controlată de banca centrală prin controlul ratei dobânzii nominale pe termen scurt. Astfel, banca centrală poate influența producția reală. În aceste modele, rata dobânzii este canalul primar prin care este afectată producția atât prin intermediul investițiilor cât și prin intermediul consumului.

---

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

<sup>2</sup> Pentru o discuție generală a cadrului standard al modelelor dinamice stochastice de echilibru general vezi capitolul 5 din Walsh (2003).

Totuși, dacă utilitatea nu este separabilă, cantitatea reală de bani afectează atât partea de cerere cât și partea de ofertă a economiei. În acest caz, cantitatea de bani alterează utilitatea marginală a consumului, astfel că absența banilor este doar un caz particular al modelelor neokeynesiste de echilibru general (Walsh, 2003). Modelele cu utilitate separabilă sunt mai ușor de construit și, din acest motiv, sunt mai des utilizate. Dar concluziile bazate pe ele rămân valabile, deoarece, așa cum au arătat McCallum și Nelson (1999) și Woodford (2001), rezultatele care apar când modelele sunt estimate cu utilitate neseparabilă sunt mici comparativ cu cele care apar când utilitatea este presupusă separabilă. În plus, în modelele cu utilitate separabilă, cantitatea de bani apare în condiția optimală intertemporală care arată că, la echilibru, rata marginală de substituție între bani și consum este egală cu costul de oportunitate al deținerii de bani.

Astfel, pe baza modelelor DSGE cu utilitate separabilă este posibil atât ca banca centrală să stabilească rata dobânzii nominale și să derive cantitatea nominală de bani, cât și invers, să stabilească cantitatea nominală de bani și să derive nivelul nominal al dobânzii, al gap-ului de producție și, evident, al inflației. În consecință, atunci când economia este în capcana lichidității, politica monetară va crește cererea agregată dacă va reuși să schimbe anticipațiile despre traiectoria viitoarelor rate ale dobânzii pe termen scurt sau despre oferta viitoare de bani.

În modelul său bazat pe cheș în avans, Krugman (1998) a ales să sublinieze direct rolul ofertei de bani în formularea condiției pentru ca anticipațiile inflaționiste să apară atunci când economia se află în capcana lichidității. Această condiție este ca banca centrală să se angajeze în mod convingător că va crește oferta de bani în viitor pentru a permite un boom al producției și a acomoda o inflație moderată odată ce șocul deflaționist a dispărut. În cuvintele lui Krugman (1998, p 139), „politica monetară va fi în fapt eficientă dacă banca centrală poate promite în mod credibil să fie iresponsabilă, să caute un nivel al prețului mai înalt” .

Eggertson și Woodford (2003) au ales să sublinieze direct rolul ratei dobânzii, obținând un rezultat echivalent: succesul depinde de angajamentul credibil al băncii centrale de a menține rata nominală a dobânzii la niveluri joase (zero) pentru o anumită perioadă după dispariția șocului deflaționist, indiferent de nivelul dat al prețurilor în viitor. Fără angajament, economia va continua să sufere de deflație și producție depresată. Werning (2012) a arătat că, în mod surprinzător, atât deflația cât și recesiunea sunt exacerbate când prețurile au o flexibilitate mai mare.

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

În timp ce soluția teoretică a re-inflatării economiei prin schimbarea anticipațiilor de la deflaționiste la inflaționiste este elegantă, aplicarea ei practică poate fi dificilă. În primul rând este dificil de construit credibilitatea angajamentelor re-inflaționiste deoarece șocurile deflaționiste sunt rare. De exemplu, în SUA, în perioada 1921-1955, adică în 35 de ani, au fost 13 ani în care prețurile au scăzut sau au stagnat. În schimb, în perioada 1956- 2011, adică în 56 de ani, prețurile au scăzut doar odată, în 2009.

În al doilea rând, publicul, obișnuit ca băncile centrale din economiile dezvoltate să urmeze o regulă Taylor, va anticipa o creștere a ratelor dobânzii imediat ce apar presiunile inflaționiste în exces față de o țintă implicită de inflație. În acest caz, relaxarea cantitativă va fi inefficientă (Egertsson și Woodford, 2003). Aceeași ineficiență apare dacă publicul anticipează că oferta de bani se stabilizează la un nivel cvasi-constant imediat ce presiunile deflaționiste dispar (Krugman, 1998).

Este cunoscut că cele mai credibile politici de re-inflatare sunt cele bazate pe stimulente. O astfel de politică este emiterea de datorii publice, acestea creând stimulente pentru guverne să crească inflația (Calvo, 1991). În cuvintele lui Calvo, "...datorii nominale mai mari cer, alte lucruri fiind constante, colectarea mai multor impozite distorsionante. Aceasta dă viitorului guvern stimulente mai mari pentru a utiliza inflația în locul impozitelor distorsionante, ceea ce explică asocierea pozitivă ex post dintre datoria publică nominală și inflație". Dacă datoria publică este emisă în moneda națională, eșecul de a re-inflata economia face necesară creșterea impozitelor, costisitoare politic și public, pentru a compensa datoria reală suplimentară rezultată din deflație. De asemenea, stimulentele apar dacă, așa cum au arătat Jeanne și Svensson (2004), guvernul acumulează datorii nominale (sau banca centrală tipărește bani) pentru a cumpăra valută. În acest caz, dacă promisiunea privind inflația nu se adevărește, apar pierderi în bilanț din aprecierea reală a monedei.

### *3. Politica monetară a rămas singura speranță*

Economiile dezvoltate care se confruntă astăzi cu spectrul deflației au apelat atât la relaxări cantitative cât și la creșterea datoriilor publice. Pentru reluarea creșterii economiei, strategia

guvernelor are două ținte majore: (i) atenuarea efectelor scăderilor în cash-flow-urile private prin creșterea deficitelor publice și (ii) substituirea deleveraging-ului privat cu credit public până când sistemul de credit se stabilizează. Japonia a început acest efort acum mai mult de un deceniu și încă nu a reușit.

Vor reuși mai repede SUA, Marea Britanie și Zona Euro, care au crescut bazele monetare de câteva ori de la declanșarea crizei financiare? Unele dintre țările dezvoltate amenințate de deflație nu mai au mult spațiu sau nu mai au spațiu deloc pentru creșterea datoriilor publice. Dimpotrivă, unele state au decis să reducă propriile datorii. Această situație dă noi dimensiuni paradoxului deleverage-ului.

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

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

#### 4. *Relaxările cantitative și întârzieri în producerea inflației*

Relaxările cantitative înseamnă achiziționarea de către banca centrală a bonurilor guvernamentale sau a altor active financiare de la sectorul privat. Prin acest schimb de active, banca centrală vizează creșterea disponibilităților din conturile curente ale băncilor peste nivelul necesar pentru aducerea ratei dobânzii *overnight* la zero (Isărescu, 2012)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Există două diferențe majore față de operațiunile normale de politică monetară. Prima este aceea că banca centrală nu cumpără numai bonuri guvernamentale, ci și alte active financiare ale băncilor și ale altor entități private. A doua diferență se referă la maturitatea activelor cumpărate. În operațiunile convenționale, banca centrală cumpără instrumente cu maturități scurte, pentru a influența rata dobânzii pe termen scurt. În operațiunile de relaxare cantitativă, banca centrală cumpără instrumente cu maturități lungi. Cumpărarea de active crește prețul acestora și le reduce dobânda. Prin cumpărarea de active financiare cu maturități lungi, banca

Repetat sub un angajament de creștere a ofertei de bani (în sensul prezentat de Bernanke și Reinhart, 2004), schimbul de active s-ar putea transmite în inflație pe trei rute. Prima este reducerea așteptată a impozitelor, care rezulta din scăderea valorii anticipată a costurilor datoriei publice ca urmare a creșterii permanente a ofertei de bani. Această reducere a impozitelor anticipate ar stimula cererea agregată (Auerbach și Obstfeld, 2003). A doua rută constă în orientarea investitorilor spre anumite active financiare, a căror valoare ar crește, stimulând astfel cererea agregată (Goodfriend, 2000). În mod concret, reducerea yield-urilor rezultată în urma cumpărării bondurilor ar trebui să ducă la creșterea cererii agregate a economiei. În sfârșit, unii analiști s-ar putea aștepta ca băncile să utilizeze lichiditatea suplimentară, care în prezent este plasată la banca centrală, pentru a credita gospodăriile și firmele. Creditarea ar crește banii în sens larg și ar stimula economia.

Până acum rezultatele așteptate nu au apărut pe niciuna dintre cele trei rute. Multe state sunt supraîndatorate, situație care nu poate genera anticipații privind reducerea impozitelor într-un viitor previzibil, chiar dacă randamentele la titlurile suverane scad datorită relaxărilor cantitative. Scăderea ratelor dobânzii pe termen lung a stimulat cererea, dar nivelul producției, deși a crescut timid, a rămas totuși mult sub potențial, neputând produce suficientă inflație. Aplatizarea curbei randamentelor la niveluri foarte joase nu lasă suficient loc pentru ca în viitor randamentele să scadă și să ofere investitorilor confortul câștigurilor de capital. Astfel, stimulentele finanțatorilor pentru extinderea creditelor pe termen mediu-lung aproape a dispărut, iar extinderea maturităților a devenit mai riscantă, subminând investirea.

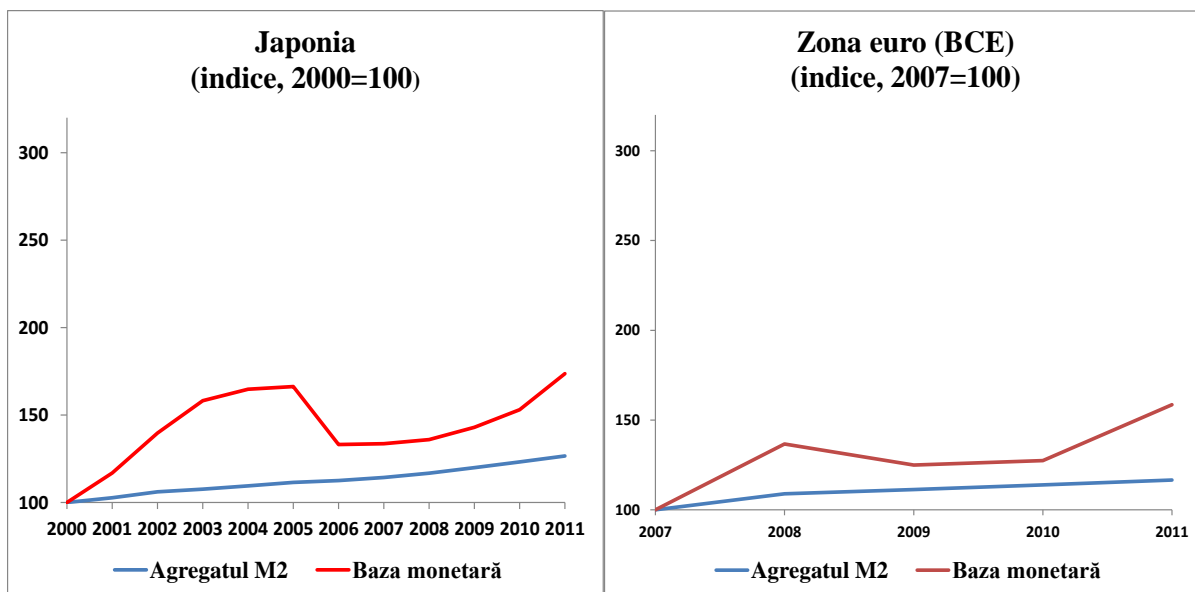
În sfârșit, creditarea nu a crescut sau a crescut prea puțin nu numai pentru că băncile au devenit indiferente între credite și cash, dar și datorită anticipațiilor privind cerințele crescute de capital formulate de reglementatori și solicitate de piețe. Pentru ambele motive, băncile au preferat să țină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

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

---

centrală încearcă să reducă ratele dobânzii pe termen lung, pentru a stimula investițiile, ceea ce este neconvențional.





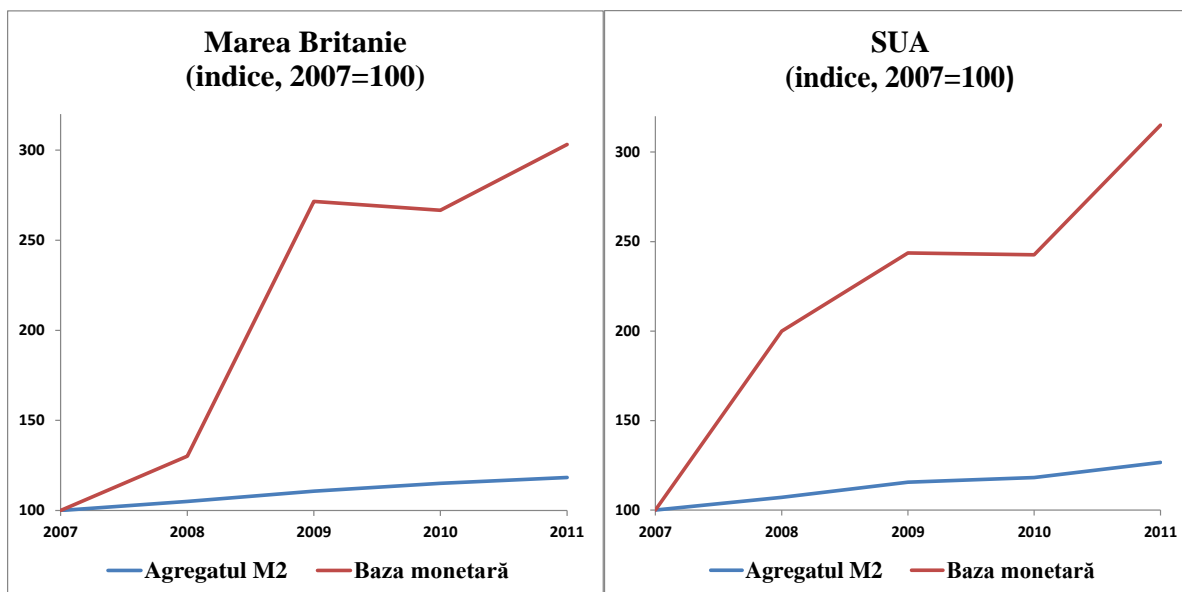
Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters

Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters

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

Conform teoriei, este de așteptat ca ieșirea din capcana anticipațiilor să se producă mai devreme sau mai târziu, odată ce angajamentul pentru creșterea ofertei de bani va deveni credibil. Dar un precedent care să confirme teoria nu există. Judecând după ratele dobânzii pe termen scurt apropiate de zero, după yield-urile scăzute și după gap-ul negativ al producției se poate spune că, după aproape 18-20 de ani, Japonia probabil că este încă în capcana lichidității<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Nu este necesar ca prețurile să scadă pentru a spune că o economie este în capcana lichidității. Werning (2012) a arătat că rata optimă de politică monetară este zero în perioada capcanei lichidității și crește ușor la ieșire. Inflația poate să fie pozitivă pe acest parcurs, astfel că absența deflației nu este o dovadă împotriva capcanei lichidității. Pe de altă parte, producția întotdeauna începe sub nivelul ei eficient și crește peste el.



Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters

Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters

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

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

##### 5. Datele confirmă legătura dintre bani și inflație

După ieșirea din capcana lichidității baza monetară va avea un nivel mult mai mare comparativ cu cel avut înainte de criză. Unul din principiile după care este condusă politica monetară spune că, pe termen lung, banii sunt neutri față de variabilele reale. Aceasta înseamnă că, pe termen lung, creșterea cantității de bani se reflectă în creșterea prețurilor, ceea ce generează îngrijorare în legătură cu inflația pe termen mai lung și cu modalitățile de a o ține sub control.

Această afirmație s-ar putea să pară în contradicție cu afirmația că, datorită tehnologiei și inovațiilor financiare, legătura dintre bani și inflație s-a rupt. Nu este însă vorba despre

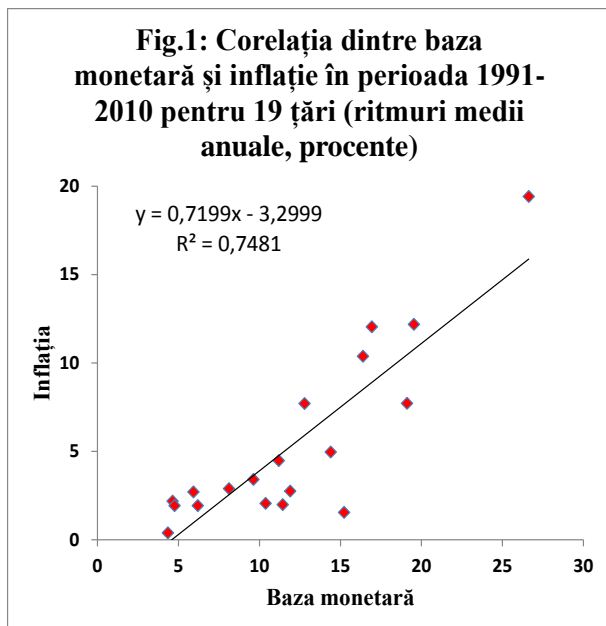
contradicții, ci doar despre confuzii care se fac în mod curent și care alimentează discuțiile publice.

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

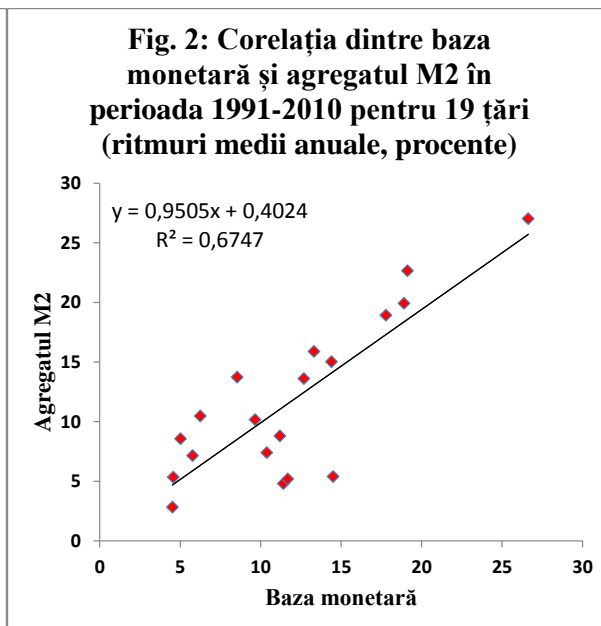
A doua clarificare privește raportul dintre termenul scurt și termenul lung. Argumentul standard pentru neutralitatea banilor față de variabilele reale este formulat pentru termenul lung: o creștere a bazei monetare în perioada curentă și în toate perioadele viitoare va crește prețurile în aceeași proporție. De altfel, Krugman (1998, p 142) a pornit exact de la această observație ca să facă legătura dintre credibilitatea politicii monetare și capcana lichidității.

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

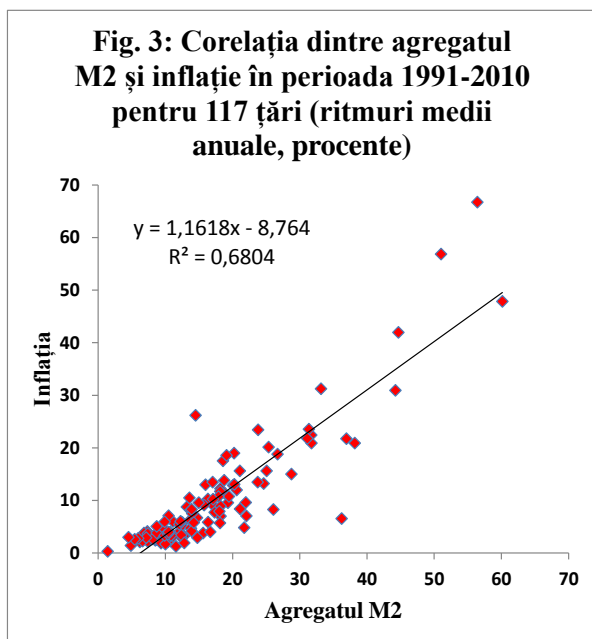
În sfârșit, a treia clarificare privește relația dintre bani, inflație și intermedierea financiară. Krugman (1998) a arătat că trăsăturile structurale ale sistemului financiar nu pot afecta relația dintre baza monetară și inflație pe termen lung. Propoziția referitoare la neutralitatea bazei monetare nu este condiționată de calitatea bilanțurilor băncilor, de competitivitatea sistemului financiar sau de gradul de îndatorare a firmelor. Baza monetară este pur și simplu neutră pe termen lung.



Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters



Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters



Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor Reuters

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

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

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

## 6. *Inflația după ieșirea din capcana lichidității*

Ar trebui, deci, să fim îngrijorați de inflația viitoare date fiind relaxările cantitative necesare pentru scoaterea economiilor din capcana lichidității? Ar putea relaxările cantitative masive să conducă la apariția unei legături persistente între anticipațiile inflaționiste și baza monetară? Depinde.

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

În schimb, cei mai mulți bancheri centrali sunt încrezători că injecțiile de lichiditate făcute în ultimii ani pot fi reversate înainte să producă probleme. Totuși, experiența cu o reversare pe o scară așa largă lipsește. În legătură cu o reversare de proporții foarte mari pot fi asociate mai multe probleme, dintre care momentul reversării și viteza reversării sunt esențiale.

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

Yellen (2009), fostă membră a Fed, a arătat că între 2002 și 2004 Fed-ul și-a asumat un risc calculat. Banca centrală a SUA s-a asigurat împotriva unei deflații devastatoare prin relaxarea politicii monetare. Rata dobânzii a fost ținută sub nivelul necesar pentru a întoarce economia la ocuparea deplină. Costul acestei asigurări a fost o posibilitate crescută de apariție a supraîncălzirii economiei. Riscul s-a materializat și politica urmată a contribuit în final la bula prețurilor caselor.

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

la sută, iar revenirea a început imediat ce politicile inflaționiste s-au reluat (Eggertsson și Puglsey, 2006).

Dar și reversul poate fi un pericol. Dacă relaxările cantitative sunt prelungite prea mult, nu este exclus ca între anticipațiile inflaționiste și baza monetară să apară o legătură puternică. O premisă pentru ca această legătură să apară există, din moment ce creșterea bazei monetare prin relaxări cantitative nu este altceva decât monetizarea unor deficite bugetare foarte mari, care se vor reflecta în creșterea datoriilor și în final în inflație. În acest din urmă caz, asocierea solidă dintre bani și inflație în trecut ar putea transforma anticipațiile privind prețurile în adversar al inflației pentru o perioadă după ieșirea din capcana lichidității.

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

În fine, după ieșirea din capcana lichidității este de așteptat ca yield-urile să înceapă să crească spre nivelurile înregistrate în perioadele normale, ceea ce ar putea face ca pierderile de capital ale băncilor centrale să fie mari. Aceasta, alături de alți factori, explică reticența Germaniei, cel mai mare contributor la capitalul BCE, referitor la relaxările cantitative ale acesteia din urmă.

Dacă pentru a reduce baza monetară, băncile centrale vor trebui să vândă relativ rapid cantitatea uriașă de bonduri și alte active financiare achiziționate de la sectorul privat, atunci scăderea prețurilor acestora va fi mare și se va reflecta în pierderi importante de capital. În final, pierderile mari de capital se transformă în inflație dacă ajung să erodeze credibilitatea băncilor centrale. O astfel de erodare ar apărea dacă guvernele supraîndatorate nu ar avea bani să recapitalizeze băncile centrale.

Corelațiile dintre baza monetară și inflație și dintre baza monetară și banii în sens larg s-ar putea să se modifice pentru perioada care va acoperi anii petrecuți în capcana lichidității și următorii câțiva ani după ieșirea din această capcană. Pentru țările dezvoltate care se

confruntă cu capcana lichidității probabil că ele nu vor mai arăta ca în figura 1 și respectiv în figura 2, ci s-ar putea să arate ca o dreaptă orizontală.

Asocierea dintre banii în sens larg și inflație va continua însă să aibă o formă care va semăna cu cea prezentată în figura 3. Monetariștii și cei din Școala Austriacă vor interpreta aceste evoluții din perioada capcanei lichidității ca pe confirmări ale credințelor lor conform cărora un agregat monetar mai larg, cum este M2, este măsura adecvată a ofertei de bani și variabila cu care se corelează cel mai bine inflația. Ei vor găsi satisfacție și după ieșirea din capcana lichidității, când intensitatea corelația dintre baza monetară și banii în sens larg se va reface, amândouă agregatele corelându-se bine pe termen lung cu inflația. Recorelarea celor trei variabile după ieșirea din capcana lichidității va fi văzută ca o confirmare a următoarei cauzalități: creșterile bazei monetare curente se multiplică în mod inevitabil, generând creșteri în banii în sens larg, care produc mai târziu inflație.

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

Întrarea multor economii dezvoltate în capcana lichidității este consecința spargerii bulelor prețurilor pe piața bond-urilor și pe piața imobiliară. Ea este dovada valabilității mecanismului de “financial meltdown” descris de Minsky<sup>5</sup>. În teoria lui se ascunde o lecție importantă care, după cunoașterea mea, nu a fost menționată până acum. Aș formula această lecție astfel: la momentul spargerii unei bule alimentată cu credit este mai bine ca inflația să fie relativ mare.

În esență, teoria lui Minsky spune că economiile capitaliste dezvoltate care au instituții financiare avansate sunt fundamental instabile și susceptibile de a cădea în depresii după ce entitățile economice acumulează datorii pentru a finanța, pe baza unor anticipații euforice referitoare la cash-flow-urile viitoare, cumpărarea de active ale căror prețuri sunt în creștere<sup>6</sup>.

Mai precis, în viziunea lui Minsky (1993), în perioade prelungite de prosperitate, anticipațiile euforice mută economia de la o structură financiară care asigură stabilitatea sistemului la una

---

<sup>5</sup> Alte episoade care au validat-o, dar care au fost prea puțin folosite ca exemple de validare, au fost criza inflației și a datoriilor țărilor Americii Latine din anii 70, ca și crah-ul din 1987 din SUA și boom-ul acțiunilor companiilor .com.

<sup>6</sup> Teoria se bazează pe trei piloni de esență keynes-istă, elegant prezentați și analizați în Keen (1995): (i) prețurile consumatorilor se formează prin adăugarea unei marje la costurile primare, în timp ce prețurile activelor nu se formează pe baza costului lor, ci pe pe baza valorii nete prezente anticipate a cash-flow-ului aferent; (ii) aceasta din urmă depinde de starea generală a anticipațiilor, care au o bază de formare volatilă: rămân în urma prețurilor în perioadele de declin puternic și o iau înaintea lor în perioadele de revenire sau de boom; (iii) în sfârșit, oferta de bani este în esență determinată endogen de sistemul financiar, controalele impuse de reglementare neputând să o facă strict exogenă (adică furnizată de banca centrală). Pentru o distincție între viziunea keynesistă despre bani și cea a teoriei cantitative a banilor (pilonul (iii)) vezi Minsky (1993).

care face sistemul instabil. În particular, economia se mută de la o structură a creditului dominată de debitori acoperiți<sup>7</sup> (hedge borrowers) la o structură în care există ponderi mari de debitori angajați în finanțări speculative<sup>8</sup> (speculative borrowers) sau de tip Ponzi<sup>9</sup> (Ponzi borrowers). În această călătorie prețurile activelor cresc în mod exploziv.

Treptat, ratele crescânde ale dobânzii și datoriile mari afectează viabilitatea multor activități și, la un moment dat, călătoria începe în sens invers<sup>10</sup>, cu vânzări de active acum ilichide, ale căror prețuri scad, transformând euforia în panică și lăsând o discrepanță majoră între datoriile acumulate și cash-flow-ul generat de ele<sup>11</sup>.

În viziunea lui Minski, economia se întoarce din nou la stabilitatea segmentului acoperit și de aici expandează din nou *relativ rapid*. Aceasta se întâmplă deoarece statul își crește cheltuielile<sup>12</sup> pentru a compensa măcar parțial scăderea cash-flow-urilor private, iar banca centrală temperează sau chiar reversează scăderea creditului prin acțiuni rapide de injectare a lichidității.

Criza actuală, predicționată de teoria lui Minsky atât în sensul călătoriei de la stabilitate la instabilitate cât și invers, a redat teoriei strălucirea și vizibilitatea pe care o merită cu adevărat. Teoria a fost în ultimii ani extensiv utilizată pentru a contura și a înțelege mai bine etapele

---

<sup>7</sup> Debitori asigurați împotriva riscului de cash-flow-rile lor.

<sup>8</sup> Debitori care nu-și pot plăti decât dobânzile și se împrumută pentru plata principalului.

<sup>9</sup> Debitori care cred că aprecierea activelor lor este suficientă pentru a refina datoriile, dar ei nu pot plăti în întregime dobânda sau principalul din cash-flow-uri din investiții.

<sup>10</sup> Multe proiecte cândva finanțate în mod conservator devin speculative, iar cele speculative devin de tip Ponzi. Deținătorii acestora din urmă trebuie să vândă active pentru a-și finanța serviciul datoriei. Aceasta oprește creșterea prețurilor activelor lăsând mulți debitori de tip Ponzi pe de o parte cu active care nu mai pot fi tranzacționate cu profit și, pe de altă parte, cu datorii care nu mai pot fi plătite din cash-flow-uri. Lichiditatea entităților scade, ratele dobânzii, deja înalte, cresc și mai mult, și deținătorii de active ilichide încearcă să le vândă pentru a obține lichiditate. Aceasta transformă euforia în panică (pentru o descriere succintă dar foarte informativă a ambelor sensuri ale "călătoriei" Minsky, vezi Keen, 1995).

<sup>11</sup> Într-un studiu recent am arătat implicațiile euforiei asupra politicii de ocupare a forței de muncă de către firme și consecințele care ar putea apărea asupra mecanismului de stabilire a salariilor. Am arătat că în perioadele de prosperitate, firmele tind să stabilească norme relaxate privind ocuparea personalului auxiliar, ceea ce face ca scăderile în rata șomajului să fie relativ mari. Aceste norme sunt eliminate în perioadele de recesiune, ceea ce produce creșteri relativ mai mari ale ratei șomajului în perioadele de declin. Acest mecanism explică parțial de ce rata șomajului rămâne înaltă pentru o perioadă după reluarea creșterii economice (Croitoru, 2011).

<sup>12</sup> "... mult mai marea participare a guvernelor naționale pentru a asigura că finanțele nu degenerază ca în perioada 1929-1933 înseamnă că vulnerabilitatea la scădere a fluxurilor de profituri a fost mult redusă" (Minsky, 1993). Aceasta arată că Minsky nu și-a imaginat că tendința seculară de creștere a datoriilor se va aplica și guvernelor, punându-le, așa cum s-a întâmplat în cazul crizei începute în 2007, în poziția de a nu mai putea interveni.



care au dus la criza actuală (McCulley, 2009) și pentru a da bază unui nivel crescut de reglementare<sup>13</sup> și de intervenție a guvernului și a băncii centrale.

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

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

Mecanismul prin care inflația acționează în teoria lui Minsky este sintetic descris de Keen (1995). O inflație înaltă la momentul apariției crizei ajută cash-flow-urile să crească pentru a plăti datoriile acumulate în perioada exuberanței, chiar și fără creșterea cheltuielilor guvernamentale care să sprijine reluarea investițiilor. Acesta este un mecanism de autocorecție, care ajută economia să își revină trecând prin stagflație, adică pornind cu o creștere economică diminuată și cu inflație relativ mare, dar evitând o perioadă prelungită de declin. Mecanismului de autocorecție, ale cărei consecințe pe termen relativ scurt sunt restabilirea condițiilor pentru repetarea ciclului și evitarea căderilor serioase, duce la o tendință seculară de descreștere a preferinței pentru lichiditate (Keen, p 613).

În schimb, o inflație joasă la momentul apariției crizei nu ajută cash-flow-urile. Dat fiind nivelul datoriilor, *caeteris paribus*, cu cât este mai mică inflația, cu atât este mai mare dezechilibrul dintre datorii și cash-flow-uri. Cu cât mai mare este acest dezechilibru cu atât mai mult firmele ale căror plăți cu dobânzile întrec cash-flow-urile vor trebui să vândă active, vor reduce marjele comparativ cu competitorii sau vor dori să se pună sub protecția instituției falimentului. Aceste decizii vor tinde să reducă inflația, accentuând dezechilibrul inițial, care va face necesar un nou set de decizii similare. Astfel, spre deosebire de o inflație relativ mare, o inflație relativ mică la momentul spargerii bulei nu poate împiedica deflația prețurilor

---

<sup>13</sup> Prea puțini notează că Minsky a insistat asupra faptului că banii rămân esențialmente endogeni în economie, chiar și atunci când controalele din reglementarea sistemului bancar cresc.

activelor, care nu poate fi autoreglatoare ci autoalimentatoare, afundând economia în depresie (Keen, p 613).

Pe scurt, atunci când bule foarte mari se sparg, economia fie intră în capcana lichidității și se afundă într-o perioadă prelungită de declin, fie evită capcana lichidității și iese relativ repede din perioada de declin care urmează în mod inevitabil spargerii unei bule. Este ca și cum economia ar fi la o bifurcație, depinzând de mărimea inflației dacă va urma creștere economică sau recesiune prelungită. Numai că la inflația de la momentul spargerii unei bule s-a ajuns pe baza unor decizii din trecut. Concluzia noastră este că drumul pe care o va lua economia după spargerea bulei este în mare măsură prestabilit de drumul pe care aceasta a ajuns la momentul spargerii bulei din punctul de vedere al inflației.

Aceasta înseamnă că economia a fost la o “bifurcație a inflației” la un moment în trecut, după încheierea unei crize, când “a ales” între o inflație relativ mare și una relativ mică. Dacă la momentul spargerii bulei s-a ajuns după o perioadă suficient de lungă caracterizată de inflație relativ mare, atunci există șanse bune ca persistența nivelului relativ înalt al inflației să fie mare<sup>14</sup>. Economia va evita capcana lichidității sau depresia deoarece inflația, deși va scădea, va rămâne relativ mare și va sprijini cash-flow-urile, evitând deflația severă a prețurilor activelor. Dar, dacă la momentul spargerii bulei s-a ajuns după o perioadă suficient de lungă caracterizată de inflație joasă și stabilă, recesiunea profundă nu mai poate fi evitată. Inflația va scădea la niveluri de la care anticipațiile inflaționiste se pot schimba rapid în anticipații deflaționiste, economia putând intra în capcana lichidității datorită mecanismului autoalimentator al deflației prețurilor activelor, așa cum a predicționat Minsky.

Bulele bondurilor și caselor, care s-au spart în iulie 2007, au apărut pe fondul unei inflații relativ mici, alimentate de anticipații euforice sau de exuberanță irațională. În cuvintele lui Yellen (2009), „Inconștiența care a dominat mijlocul acestei decade a fost hrănită de aproape douăzeci de ani de așa numita “mare moderație”, când cele mai multe economii industrializate au experimentat creștere stabilă și inflație joasă și stabilă”. La spargerea bulei, anticipațiile inflaționiste s-au convertit rapid în anticipații deflaționiste. Probabil că nivelul scăzut al inflației a avut un rol esențial în această convertire, alături de întârzierile în promovarea credibilă a unor politici autentice de reinflatare a economiei.

Concluzia noastră este că, împreună, capacitatea redusă a statelor supraîndatorate de a crește cheltuielile publice la niveluri adecvate și inflația joasă existentă la spargerea bulei imobiliare

---

<sup>14</sup> Adică cel puțin o parte a anticipațiilor inflaționiste sunt adaptive.

în 2007 sunt circumstanțe care explică intrarea economiilor dezvoltate în capcana lichidității. Dacă statele ar fi fost mai puțin îndatorate, ar fi putut contribui mai mult la creșterea cash-flow-urilor în economie prin stimularea investițiilor. Dacă inflația ar fi fost mai mare ar fi ajutat în același sens.

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

#### 8. *Politica monetară, nivelul inflației și prețul activelor*

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

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

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

Minsky scria că “[...] dacă o economie cu un corp considerabil de unități financiare speculative este într-o stare inflaționară, și autoritățile încearcă să exorcizeze inflație prin constrângeri monetare, atunci unitățile speculative vor deveni unități Ponzi și valoarea

unităților care au fost anterior Ponzi se va evapora repede”<sup>15</sup>. Este important însă să subliniem că același efect apare și dacă într-o economie cu un corp considerabil de unități financiare speculative inflația este joasă și stabilă. Aceste a fost cazul când Fed-ul a crescut rata dobânzii în SUA începând din 2005.

Faptul că politica monetară nu poate fi folosită direct pentru temperarea unei bule pune într-o lumină specială problema nivelului inflației la momentul spargerii unei bule alimentată cu credit. Am arătat că din analiza lui Minsky se poate deduce că, dată fiind capacitatea statului de a extinde cheltuielile, o inflație mai mare este de preferat la momentul spargerii unei bule. Atunci problema teoretică și practică este identificarea nivelului dezirabil al inflației și a modalităților de atingere a lui de către banca centrală astfel încât costurile nete asociate cu el să fie întrecute de beneficiile pe care le furnizează la spargerea bulei.

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

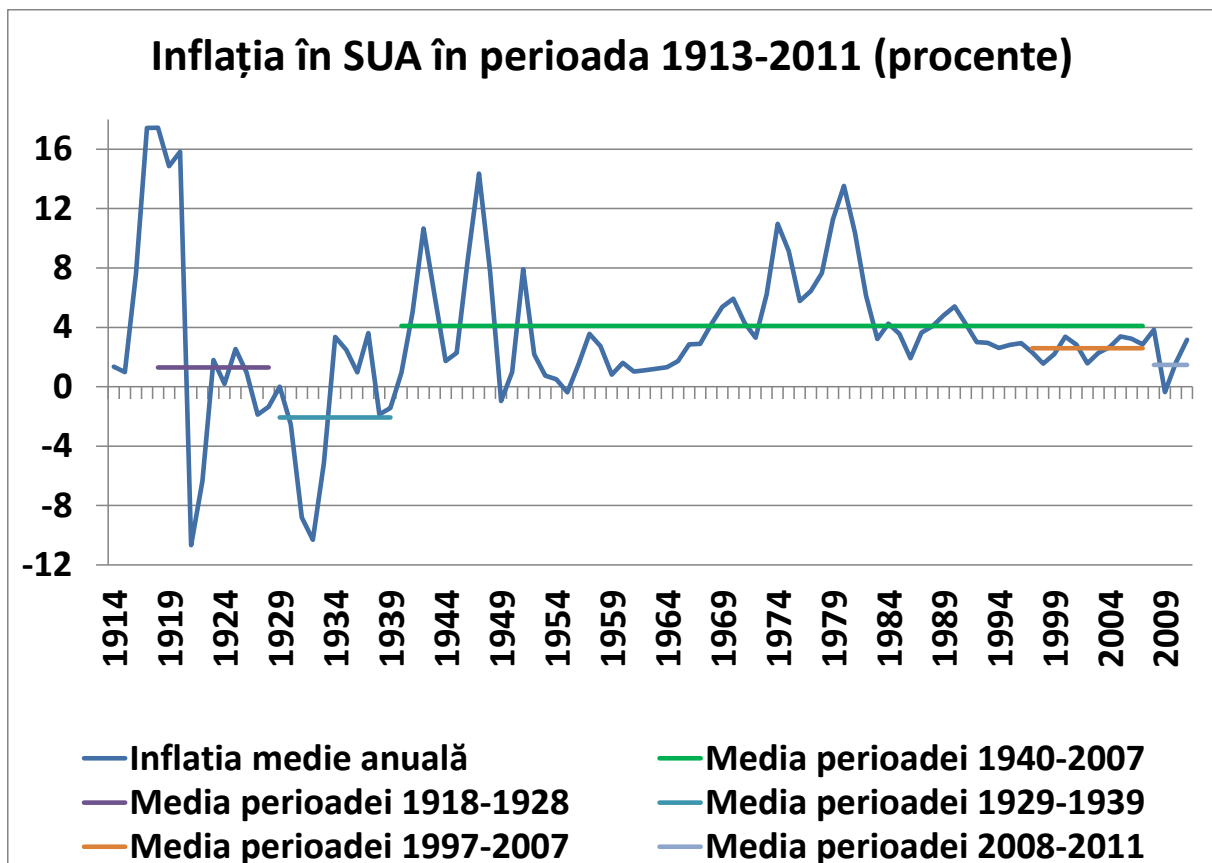
Opțiunea rămasă pentru politica monetară este o creștere a nivelului dezirabil al inflației țintite explicit sau implicit. Aceasta înseamnă o schimbare profundă în filozofia convențională conform căreia politica monetară trebuie să țintească o inflație joasă și stabilă. Discutarea schimbării acestei filozofii și a nivelului dezirabil al inflației este rațională din moment ce economiile dezvoltate bazate pe instituții financiare avansate ajung în mod inevitabil la momentul spargerii unei bule.

Practic, astăzi economiile se află la o „bifurcație a inflației”. Strategia de politică monetară ar putea fi îmbunătățită prin trecerea de la țintirea unei inflații joase și stabile la țintirea unei

---

<sup>15</sup> Când anticipațiile sunt exuberante, creșterea ratei dobânzii de politică monetară nu ar putea tempera bulele. Am ajuns la această concluzie urmând logica teoriei lui Minsky. În această logică, în perioada anticipațiilor euforice apar trei tendințe: (i) instituțiile financiare acceptă să finanțeze proiecte cu risc mai mare, pe care în perioada anticipațiilor sobre nu le-ar fi acceptat; (ii) treptat, gradul de îndatorare al firmelor crește. Împreună, aceste două tendințe duc la creșterea ratelor dobânzii pe piața creditului; creșterea de către piața a ratelor dobânzii ar trebui să tempereze boom-ul, dar acest lucru nu se întâmplă deoarece (iii) ratele crescute ale dobânzii rămân semnificativ mai mici decât randamentele anticipate la investițiile speculative, astfel că elasticitatea cererii de credite în raport cu ratele dobânzii scade. Aceasta înseamnă că, în perioada euforiei, creșterea de către piață a costului creditului nu poate tempera o bulă alimentată cu credite. În opinia mea, în mod similar, nici creșterea ratei dobânzii de politică monetară nu ar putea tempera o bulă hrănită cu credite.

inflații moderate și stabile. Nivelul considerat moderat al inflației ar trebui să fie verificat prin prisma beneficiilor și costurilor care apar de la o astfel de schimbare. Noul nivel mai ridicat al inflației țintite ar trebui acompaniat de o serie de reforme<sup>16</sup> pentru a contracara măcar parțial unele efecte negative care ar putea apărea. În final, nivelul ales pentru a fi ținut trebuie să asigure că acele costuri care nu au putut fi compensate prin reforme, vor fi depășite de beneficiile rezultate din evitarea intrării economiilor în capcana lichidității.



Sursa: Calcule ale autorului pe baza datelor de la US Bureau of Labor Statistics.

Menținerea de către băncile centrale a unui nivel moderat al inflației s-ar alătura reglementării adecvate pentru a îndeplini condițiile *ex ante* care asigură minimizarea efectelor

<sup>16</sup> Unele dintre aceste reforme sunt amintite în Blanchard, Dell'Ariccia și Mauro (2010). Suportul teoretic al acestei propuneri vine de la introducerea pieței muncii în modelul standard neo-keynes-ian, unde există rigidități privind salariile reale (Blanchard și Gali, 2008). Ei au discutat posibilitatea creșterii nivelului dezirabil al inflației din perspectiva nevoii de a crea mai mult spațiu politicii monetare în perioadele de recesiuni deflaționiste, ceea ce diferă de perspectiva cash-flow-urilor propusă de mine. În viziunea mea, spațiul pentru politica monetară ar fi mai mare nu pentru că rata dobânzii ar cădea de la un nivel mai înalt, reducând astfel căderea producției și deteriorarea poziției fiscale, așa cum spun Blanchard, Dell'Ariccia, și Mauro, ci pentru că inflația mai mare ar sprijini cash-flow-urile, astfel ajutând la armonizarea cash-flow-urilor cu serviciul datoriei la nivelul firmelor. Discrepanța dintre cash-flow-uri și serviciul datoriei este de fapt dezechilibrul pe care îl produce spargerea unei bule anterior alimentate de credite. Evident, cele două mecanisme pot lucra concomitent.

spargerii unei bule alimentate de credite. Creșterea deficitelor publice<sup>17</sup> și relaxările cantitative vor rămâne să acționeze *ex post* în același sens.

Pentru a arăta cum s-a corelat nivelul mediu al inflației înainte de o criză financiară majoră cu nivelul mediu al inflației în timpul crizei și imediat după, utilizăm exemplul SUA. În figura 4 prezentăm inflația în SUA pentru perioada 1913-2011. În această perioadă (99 de ani), inflația medie anuală a fost de 3,24 la sută, dar ea a fost influențată de condițiile excepționale ale Marii Depresii și ale crizei din 2008-2011. Dacă neglijăm aceste perioade și alegem o perioadă relativ normală, de exemplu perioada 1940-2007, inflația medie a fost de 4,1 la sută.

Dacă eliminăm și perioada celui de-al doilea război mondial, inflația medie în perioada 1946-2007 a fost de 3,95 la sută. Acest nivel al inflației de 3,95-4,1 la sută este mai relevant decât media pe 99 de ani deoarece reflectă condiții relativ normale, când economia nu a fost afectată de capcana lichidității. Probabil că acesta este nivelul care ar trebui țintit în mod implicit de Fed pentru a maximiza beneficiile inflației la spargerea unei bule.

În SUA, inflația medie anuală a fost apropiată de acest nivel în perioada 1983-1992, cu un nivel mediu anual de 3,9 la sută. În schimb, inflația medie anuală în perioada 1997-2007, adică aproape un deceniu înainte de spargerea bulei imobiliare și a bulei bondurilor, a fost de numai 2,43 la sută (2,62 la sută în perioada 1993-2007). La începutul anilor 90 economia americană s-a aflat la o “bifurcație a inflației” și „a ales” să mențină o inflație joasă și relativ stabilă.

Inflația joasă și relativ stabilă (2,43 la sută) din deceniul premergător spargerii bulelor a contribuit la apariția anticipațiilor euforice pe baza cărora s-au format cele două bule. Ea a fost suficient de înaltă pentru ca, împreună cu politicile macroeconomice din perioada crizei, să prevină o scădere generalizată a prețurilor, inflația medie anuală în perioada 2008-2011 coborând la doar 1,47 la sută. Ea nu a fost totuși suficient de înaltă pentru a evita intrarea economiei SUA în capcana lichidității încă din 2009.

Comparativ, în perioada 1918-1928, adică aproximativ un deceniu înainte de criza din 1929-1933, inflația a fost de numai 1,3 la sută. Acest nivel scăzut al inflației și politicile macroeconomice de atunci nu au putut împiedica scăderea prețurilor cu 2,07 la sută în medie

---

<sup>17</sup> Nu este vorba neapărat de creșterea cheltuielilor publice. Politicile de stimulare a cererii devin mai puțin efective în capcana lichidității decât în circumstanțe normale. Motivul principal este că stimulii cererii conduc agenții să creadă că lucrurile sunt chiar mai rele decât credeau ei. În contrast, politicile pe partea ofertei, cum ar fi reducerea impozitelor pe venit duc la optimism relativ și devin mult mai puternice (Mertens și Ravn, 2010).

pe an în perioada 1929-1939. Pe de o parte, inflația a fost mult prea scăzută pentru a împiedica apariția anticipațiilor deflaționiste. Pe de altă parte, politicile de inflatare a economiei au fost aplicate cu întârziere, începând din 1933 odată cu venirea la putere a lui Roosevelt.

### *9. Concluzii*

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

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

Din moment ce statele sunt deja prea îndatorate și ajustările în reglementare s-au făcut, soluția pentru ieșirea țărilor din capcana lichidității se află acum la băncile centrale. Economiiștii sunt de acord că este nevoie ca acestea să producă mai multă inflație. Dar pentru a face așa, băncile centrale au nevoie să se angajeze în mod credibil la acest efort, o sarcină care nu este deloc ușoară.

Includerea temperării bulelor prețurilor activelor între obiectivele politicii monetare nu se poate face din cauza incertitudinii asociate cu identificarea bulelor și cu relația dintre politica monetară și stabilitatea financiară. Am argumentat însă că mutarea obiectivului politicii monetare de la țintirea unei inflații joase și stabile la țintirea unei inflații moderate și stabile ar putea ajuta la evitarea intrării economiilor în depresie sau în capcana lichidității atunci când bulele alimentate cu credit se sparg.

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

Pe de o parte, o vânzare prea înceată a bondurilor ar putea produce inflație dacă în perioada capcanei anticipațiilor s-a stabilit o legătură între anticipațiile inflaționiste și baza monetară.

Pe de altă parte, o vânzare relativ rapidă ar putea produce pierderi semnificative băncilor centrale. Dacă statele nu vor fi pregătite să acopere eventuale pierderi ale băncilor centrale, credibilitatea acestora din urmă va scădea, iar pierderile s-ar putea transforma în inflație.

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

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



## BIBLIOGRAFIE

- Auerbach., Alan, Obstfeld., Maurice (2003). *The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap*”, Federal Reserve Bank of San Francisco, March.
- Bernanke, Ben S., Reinhart, R. Vincent (2004). *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, American Economic Review, Vol. 94, No. 2.
- Blanchard., Olivier, Dell’Ariccia., Giovanni, and Mauro., Paolo (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note 10/03.
- Blanchard., Olivier, Gali., Jordi (2008). *Labour Markets and Monetary Policy: A New Keynesian Model with Unemployment*, Working Paper 13897, National Bureau of Economic Research, Cambridge (March), 2008
- Calvo., A. Gilermo (1991). *The Perils of Sterilization*, IMF, Staff Papers, Vol. 38, No. 4 (Dec), pp. 921-926.
- Croitoru., Lucian (2011). *Three Unemployment Rates Relevant to Monetary Policy*, Romanian Journal of Economic Forecasting, Vol. XIV, No.3/2011, Institute for Economic Forecasting, 213-238.
- Eggertsson., B. Gauti and Woodford., Michael (2003). *The zero bound on interest rates and optimal monetary policy*, Brookings Papers on Economic Activity 2003(1), 212–19.
- Eggertsson., B. Gauti and Puglsey, B. (2006). *The mistake of 1937: a general equilibrium analysis*, în Monetary and Economic Studies (Special Edition) December.
- Eggertsson., B. Gauti, Krugman., Paul (2010). *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*, (November).
- Goodfriend., Marvin (2000). *Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy*, Journal of Money, Credit, and Banking Vol. 32, 2000.
- Isărescu., Mugur (2012). *Politica monetară postcriză: reconfigurarea obiectivelor și a instrumentelor*, disertație cu ocazia decernării titlului de Doctor Honoris Causa al Universității Andrei Șaguna (mai).
- Jeanne., Olivier and Svensson., E.O. Lars (2004). *Credibile commitment to optimal escape from a liquidity trap: the role of the balance sheet of an independent central bank*, Working Paper 10679, National Bureau of Economic Research, Cambridge (August).
- Greenspan., Alan (2003). *Monetary Policy under Uncertainty*, remarci la un simpozion al Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29.
- Keen., Steve (1995). *Finance and economic breackdown: modeling Minnsky’s “financial instability hypothesis”*, Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1995, Vol. 17, No. 4
- Krugman., Paul (1998). *It’s baaack! Japan’s slump and the return of the liquidity trap*. Brookings Papers on Economic Activity 1998(2), 137–87.

- McCulley., Paul (2009). *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, CFA Institute, Research Foundation Publications, December 2009, Vol. 2009, No. 5.
- McCallum., T. Bennet, Edward Nelson (1999). *An optimizing IS-LM specification for monetary policy and business cycle analysis*, Journal of Money, Credit and Banking 31(3), part 1, 296-316 (August).
- Mertens., Karel, and Ravn., O. Morten (2010). *Fiscal Policy in an Expectations Driven Liquidity Trap*, presentare la European Summer Symposium In International Macroeconomics (Essim) 2010, Banco De España, Tarragona, Spain; 25-28 May 2010.
- Minsky., P. Hyman (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.
- Minsky., P. Hyman (1993). *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper No. 74, May 1992, prepared for Handbook of Radical Political economy, edited by Philip Arestis and Malcolm Swayer, Edward Elgar: Aldershot (1993).
- Werning., Iván (2012). *Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy*, MIT (this version: January 2012).
- Woodford., Michael (2001). *Inflation Stabilization and Welfare*, Working Paper 8071, NBER (January).
- Yellen., L. Janet (2009). *A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers*, Presentare la 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies—“Meeting the Challenges of the Financial Crisis”, New York.