

Politica monetară și capcana lichidității

(pentru o prezentare completă vezi Lucian Croitoru, *“La ce e bună inflația? Să eviți capcana lichidității sau să scapi din ea”*, martie 2012, <http://www.bnro.ro/Studii,-analize,-puncte-de-vedere-4009.aspx>)

Lucian Croitoru

BNR

6 martie 2012

Problema

Au trecut 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.

Băncile centrale au mărit baza monetară de câteva ori de la începutul crizei

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.

Puternică legătură pozitivă între baza monetară și inflație și capcana lichidității nasc întrebări dificile:

- Poate politica monetară într-un orizont de timp predictibil produce inflația necesară pentru ca economiile să scape din capcana lichidității?
- 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?
- 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*?

**Politica monetară a rămas singura politică
macroeconomică potențial capabilă să scoată
economiiile dezvoltate din capcana lichidității**

**Dar există unele dificultăți practice în utilizarea
ei**

(i) Unele clarificări privind capcana lichidității

Consensul pe rata dobânzii:

- dacă 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

Divergențe asupra banilor:

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

Capcana lichidității în diverse viziuni

Keynesiștii:

- Cererea de bani depinde de rata dobânzii; dobânda zero lasă politica monetară impotentă. Keynes: riscul viitoarelor câștiguri de capital vor fi depășite de venitul așteptat din cupon; Hicks: rata reală a dobânzii este atât de mare încât economiile depășesc investițiile

Monetariștii:

- Stocul real de bani influențează piața bunurilor și astfel scăderea prețurilor ar duce la creșterea consumului (Pigou, Metzler, Ptinkin) . Echivalența Ricardo- Barro contrazice. Experiența Japoniei contrazice.

Krugman re-inventează capcana lichidității (1998):

- Totuși, este larg acceptat că cererea agregată depinde nu numai de rata curentă a dobânzii, ci și de pantele anticipate ale ratelor dobânzii și ale inflației. Este ca și când cererea agregată depinde de dobânzile pe termen lung

(ii) Revoluției lui Krugman așează politica monetară pe o nouă poziție

- Politica monetară va crește cererea agregată dacă va reuși să schimbe anticipațiile despre oferta viitoare de bani
- Angajament credibil pentru inflație (Krugman, 1998)
- Krugman (1998): “...monetary policy will in fact be effective **if the central bank credibly promise to be irresponsible**, to seek a higher future price level”
- Echivalent: succesul depinde de angajamentul credibil al băncii centrale de a menține rata nominală a dobânzii la niveluri joase (zero) pentru o anumită perioadă după dispariția șocului deflaționist, indiferent de nivelul dat al prețurilor în viitor (Eggertsson și Woodford, 2003).

Canalul de transmisie

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

(iii) Dificultăți practice în construirea credibilității

Șocurile deflaționiste sunt rare

Publicul obișnuit ca băncile centrale din economiile dezvoltate să urmeze o **regulă Tylor**, va anticipa o creștere a ratelor dobânzii imediat ce apar presiunile inflaționiste în exces față de o țintă implicită de inflație (Egertsson și Woodford, 2003).

Același rezultat dacă publicul anticipează că oferta de bani se stabilizează la un nivel cavasi-constant imediat ce presiunile deflaționiste dispar (Krugman, 1998)

Politicile bazate pe stimulente, cum ar fi datoriile publice sunt cel mai eficient instrument de a crește inflația

(iv) Politica monetară: ultima speranță

În forma tradițională, **paradoxul deleveragelui** consta în faptul că precauția exercitată de gospodării și firme—esențială pentru a readuce economia la o stare normală—amplifică stresul economiei în ansamblu. În această situație, atât guvernele cât și băncile centrale pot interveni pentru a reduce stresul general.

Astăzi însă nu numai sectorul privat, dar și statele fac deleverage, în Europa chiar concertat

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

Sarcina reducerii stresului general rămâne tot mai mult la băncile centrale.

Relaxările cantitative (QE) au fost utilizate pe scară largă atât în Japonia începând din 2000 cât și în alte țări după 2007, fără ca rezultatele obținute să fie ferm pozitive

Unele explicații și consecințe

Relaxările cantitative (QE) și inflația

QE înseamnă achiziționarea de către banca centrală a bondurilor guvernamentale sau a altor active financiare de la sectorul privat

Banca centrală “plătește” pentru bonduri prin creșterea depozitelor ținute de bănci la banca centrală. În consecință, baza monetară crește

Acest swap ar putea produce inflație pe două canale:

- reducerea yield-urilor (care ar trebui să ducă la creșterea cererii agregate a economiei.
- utilizarea de către bănci a lichidității suplimentare, care este temporar plasată la banca centrală, pentru a credita gospodăriile și firmele.

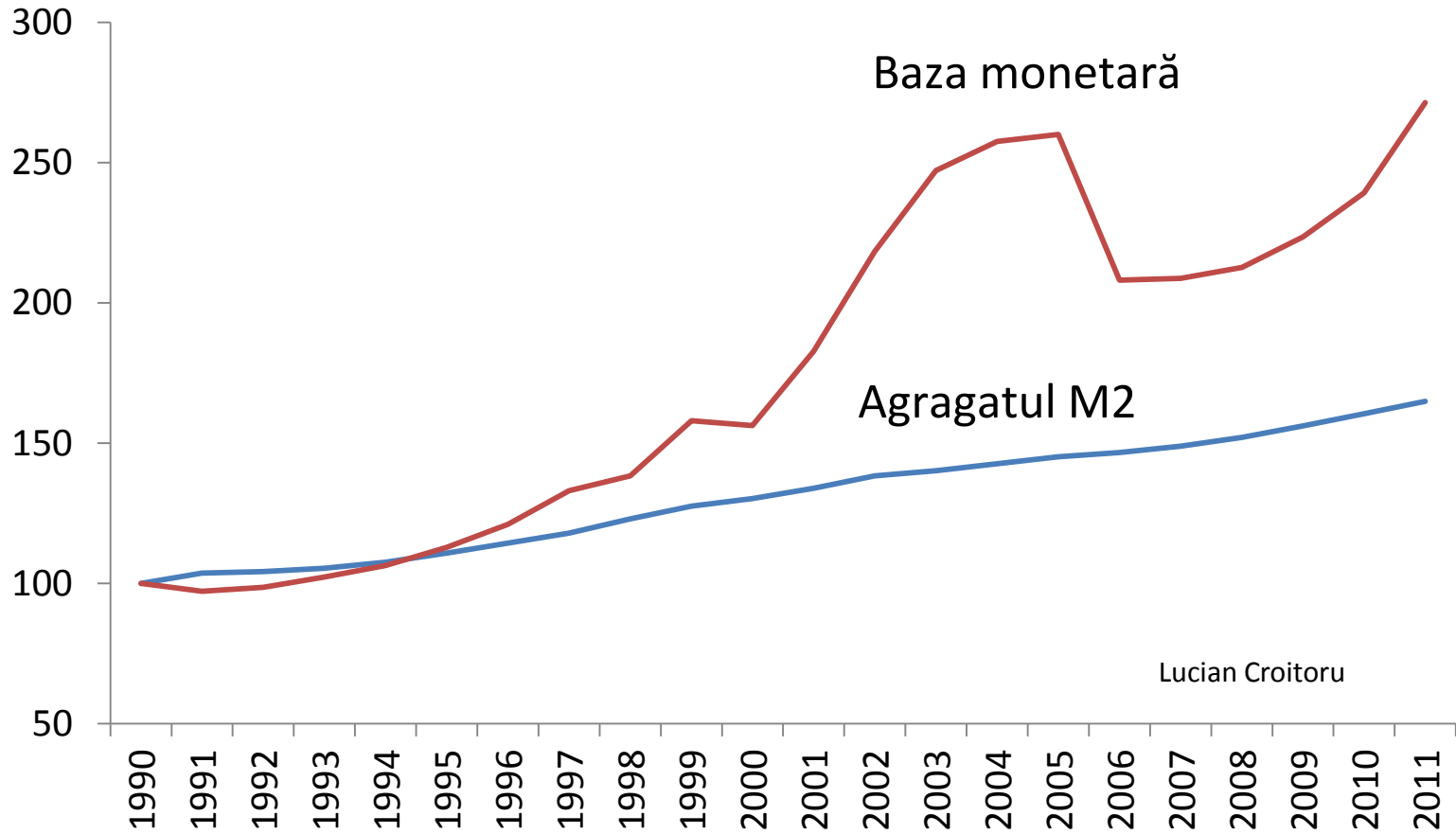
Până acum rezultatele așteptate nu au apărut pe niciuna dintre cele două rute

Ratele dobânzii pe termen lung au scăzut, dar nivelul producției, deși a crescut timid a rămas totuși mult sub potențial, neputând produce suficientă inflație

- Curba randamentelor este aplatizată și nu este loc pentru ca în viitor randamentele să scadă și să ofere investitorilor confortul câștigurilor de capital
- Extinderea maturității creditelor este riscantă
- Substituție aproape perfectă între cash-credite (bonduri); băncile depun banii la banca centrală
- Substituție aproape perfectă cash-depozite (depozitele cresc foarte încet dacă nu scad)

Japonia

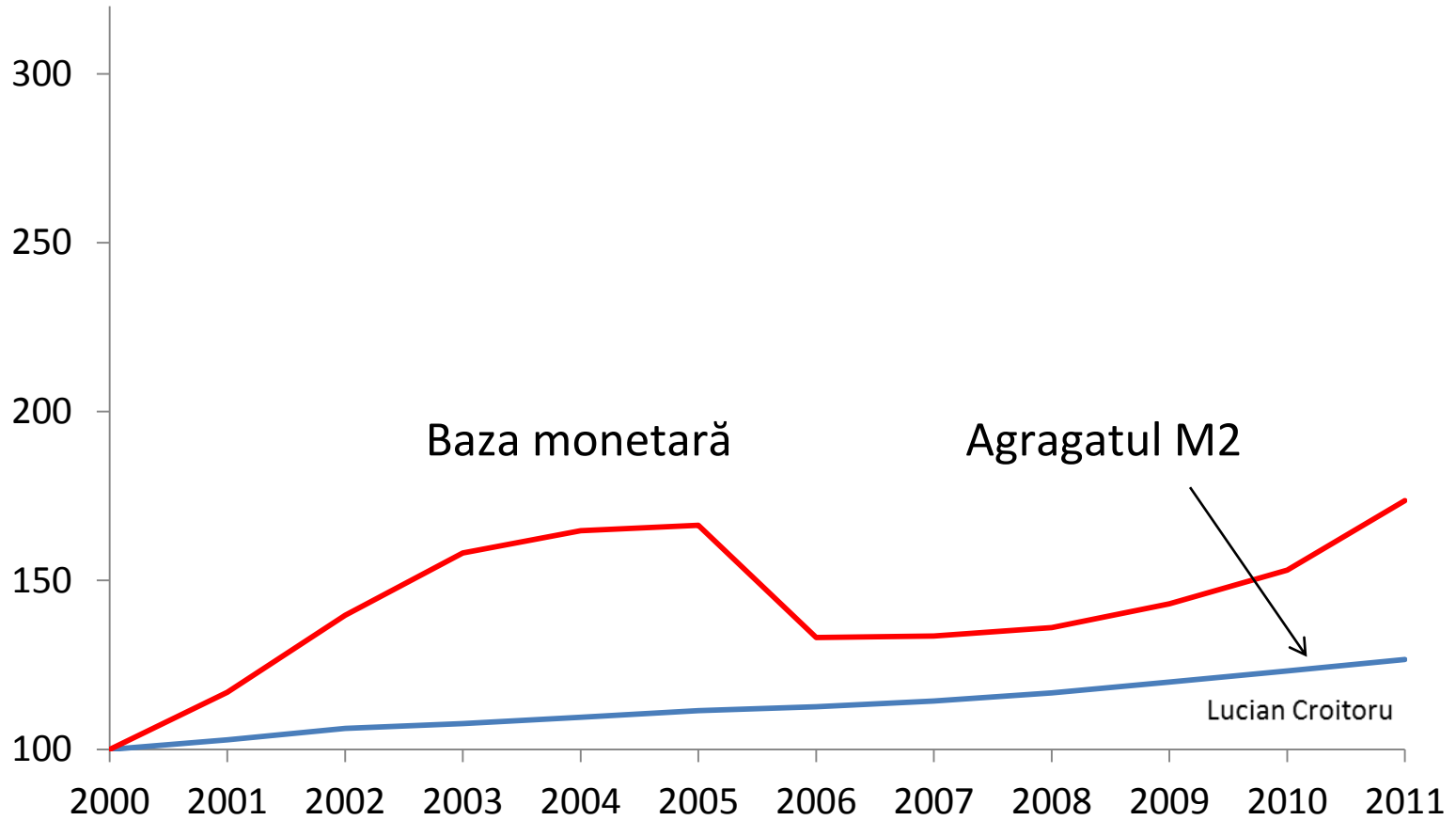
(indice, 1990=100)



Lucian Croitoru

Japonia

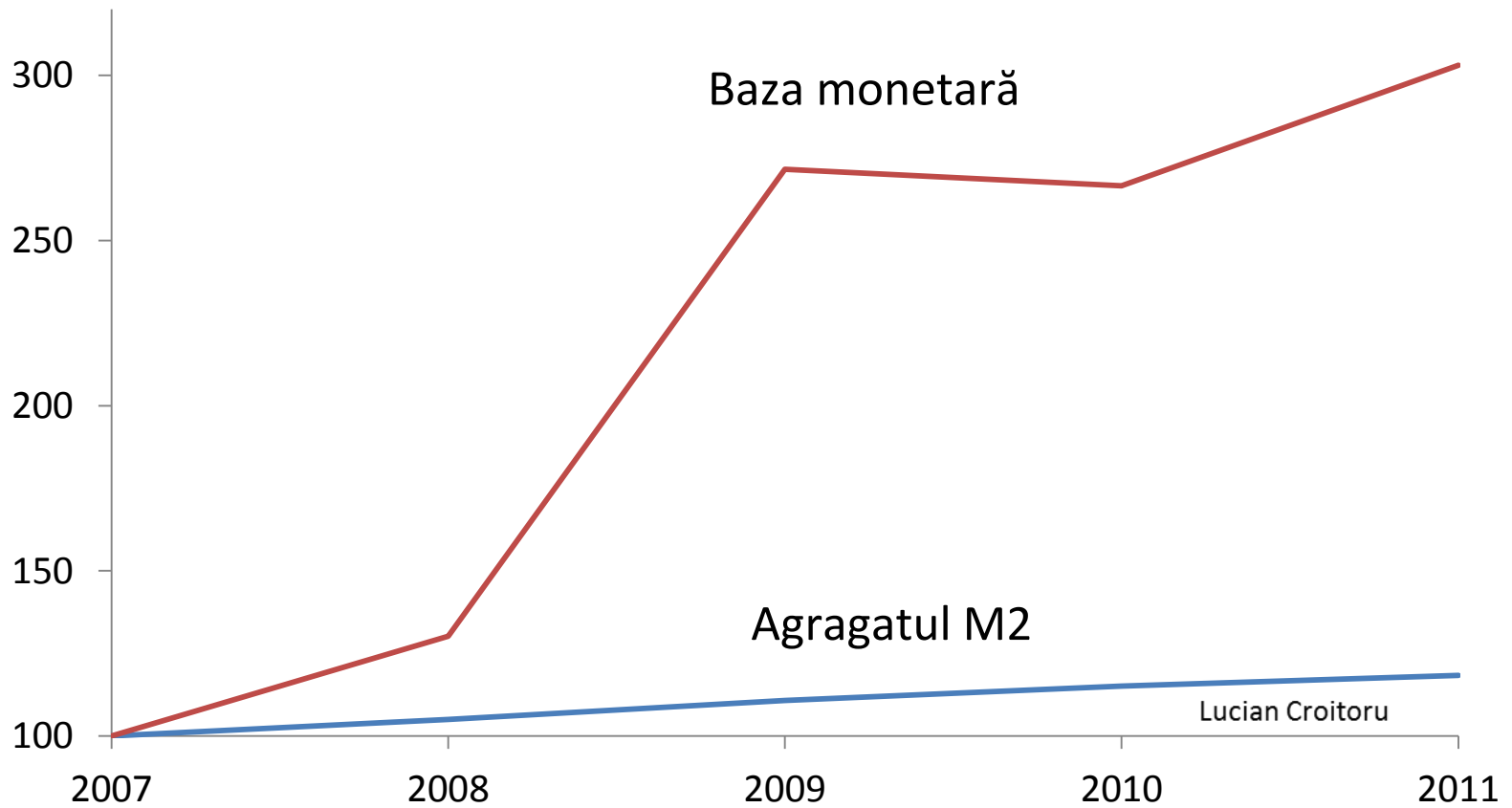
(indice, 2000=100)



Lucian Croitoru

Marea Britanie

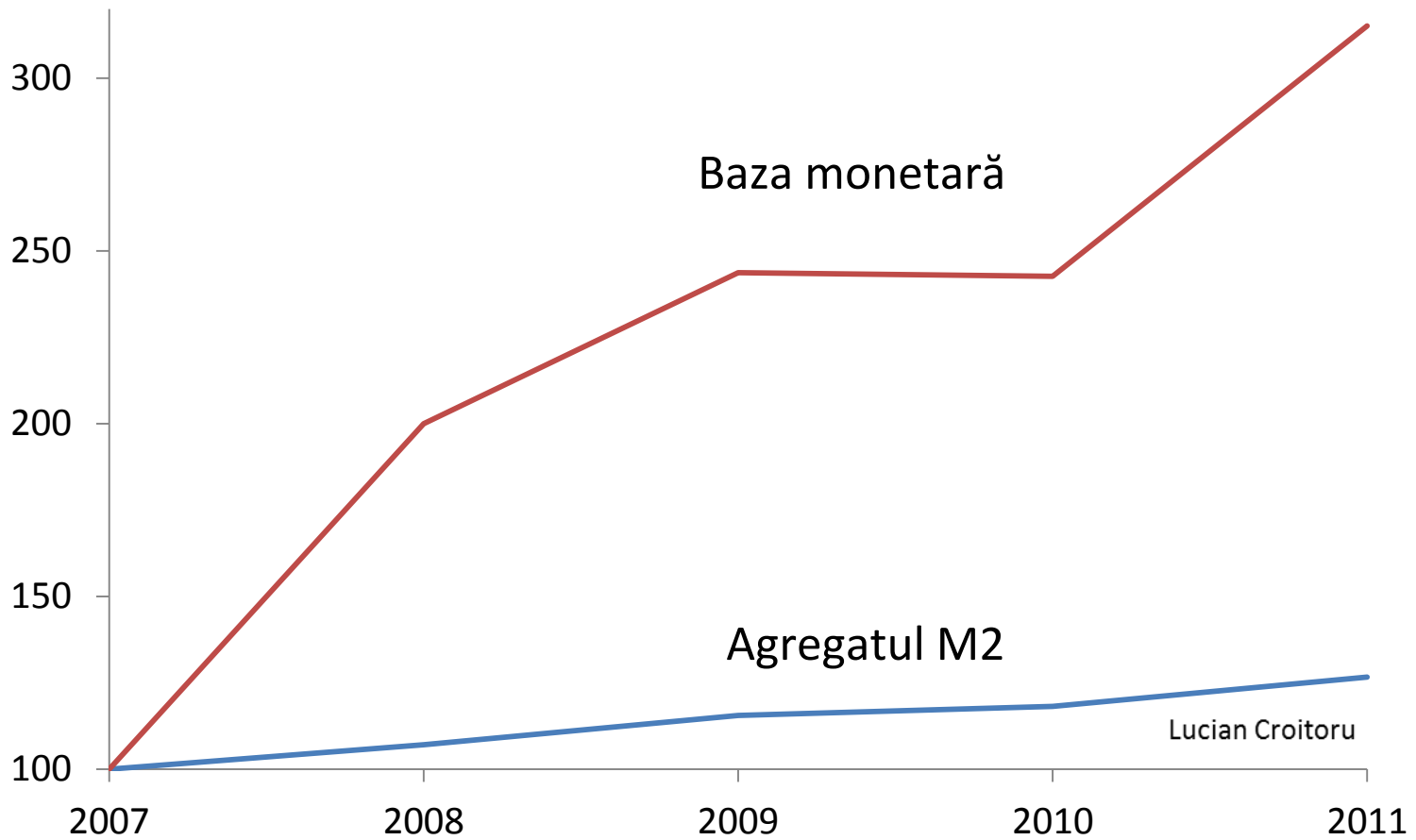
(indice, 2007=100)



Lucian Croitoru

SUA

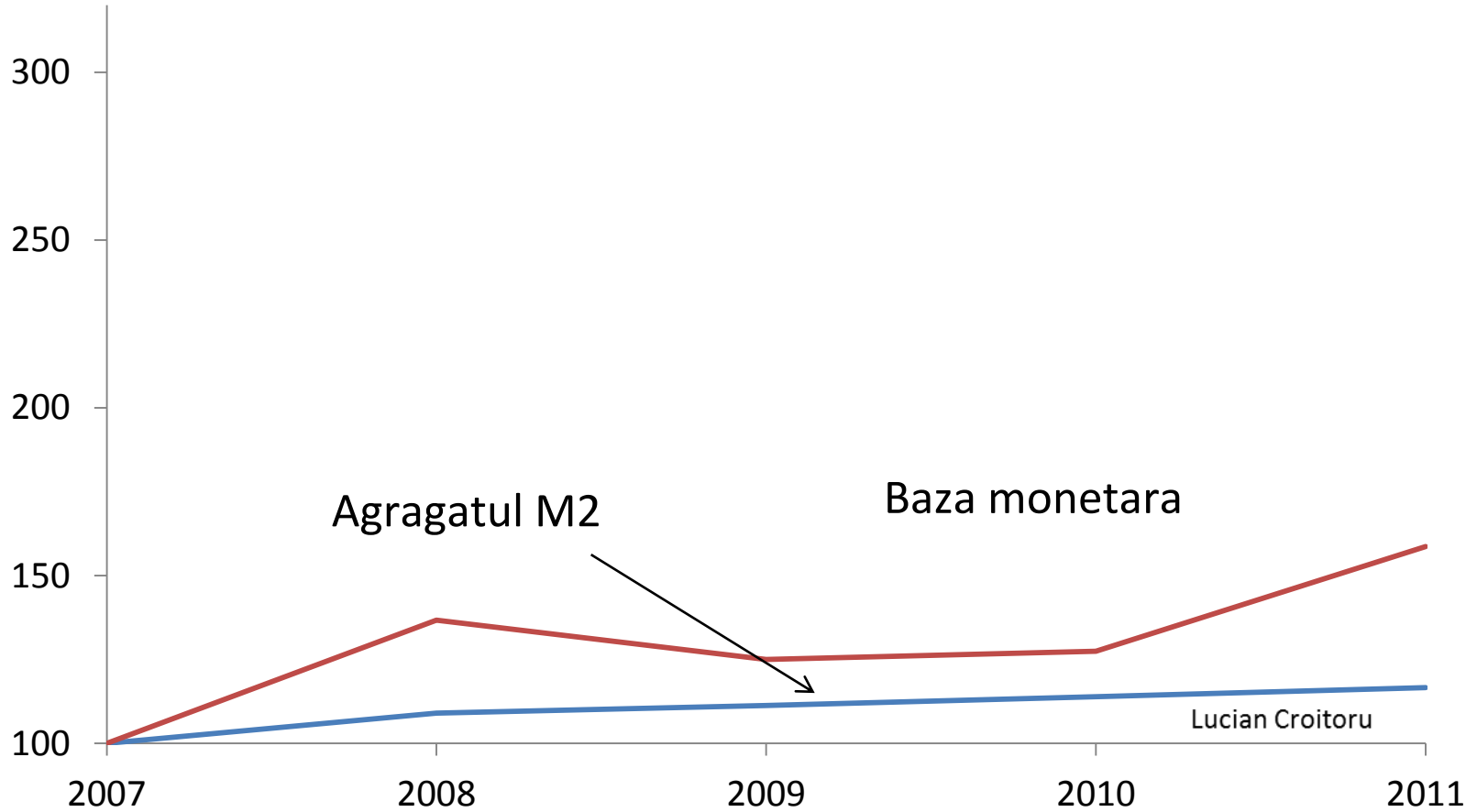
(indice, 2007=100)



Lucian Croitoru

Zona euro (BCE)

(indice, 2007=100)



Lucian Croitoru

CONCLUZII privind magnitudinea capcanei lichidității

Japonia: ratele dobânzii pe termen scurt apropiate de zero, yieldurile scăzute și gap-ul negativ al producției: → după aproape 16 ani **Japonia probabil că este încă în capcana lichidității**

După aceleași criterii, SUA și țările dezvoltate din Europa par să se afunde și ele tot mai mult în capcana lichidității

Cel mai grav ar fi dacă publicul ar ajunge să anticipeze că situația va dura pentru 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.

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

Trei precizări privind neutralitatea banilor

- afirmația că modificarea banilor se reflectă în mod proporțional în modificarea prețurilor se referă la baza monetară, adică la ceea ce înseamnă “**outside money**”
- o creștere a bazei monetare în perioada curentă și **în toate perioadele viitoare** va crește prețurile în aceeași proporție
- 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

Fig.1: Corelația dintre baza monetară și inflație în perioada 1991-2010 pentru 19 țări (ritmuri medii anuale, procente)

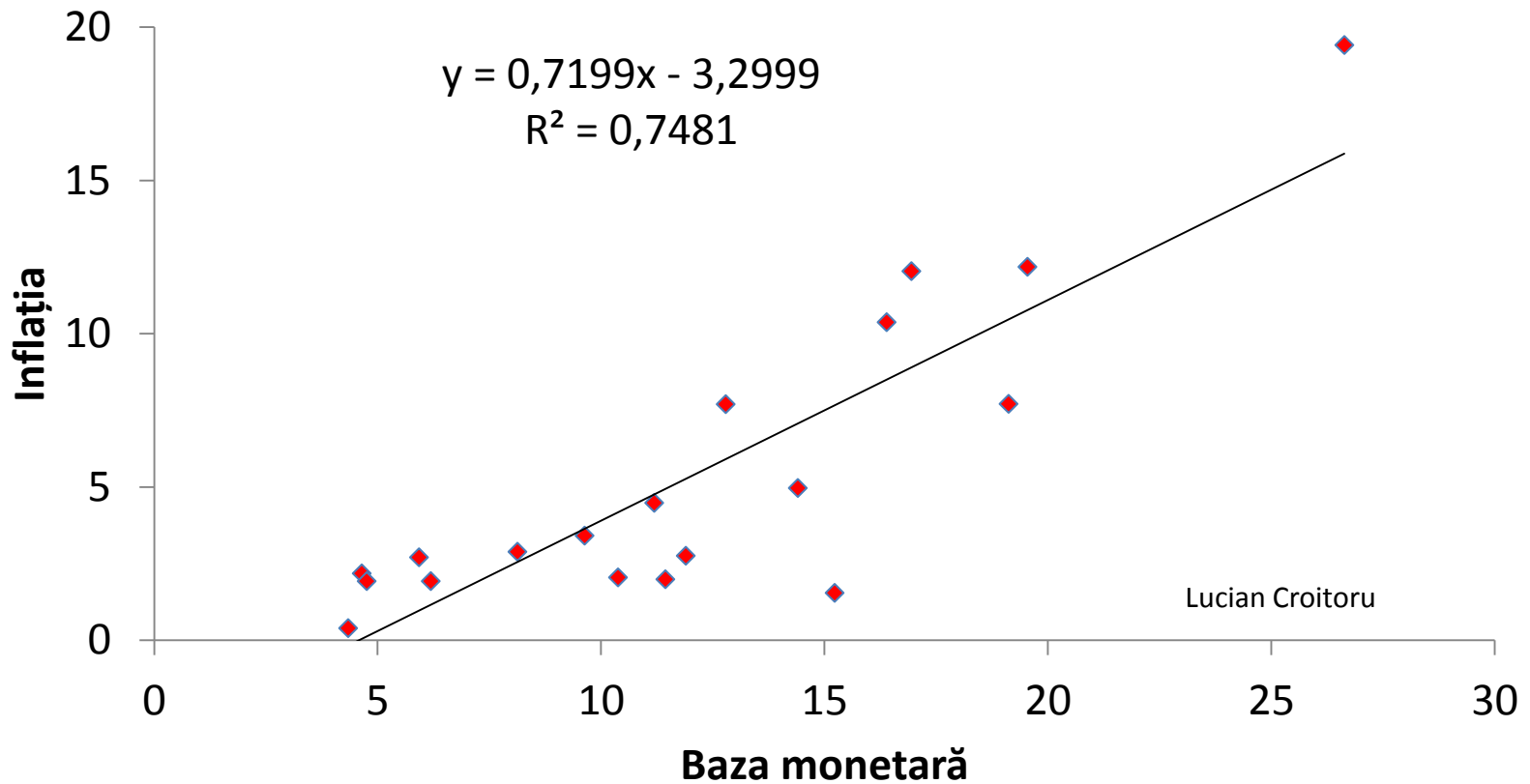


Fig. 2: Corelația dintre baza monetară și agregatul M2 în perioada 1991-2010 pentru 19 țări (ritmuri medii anuale, procente)

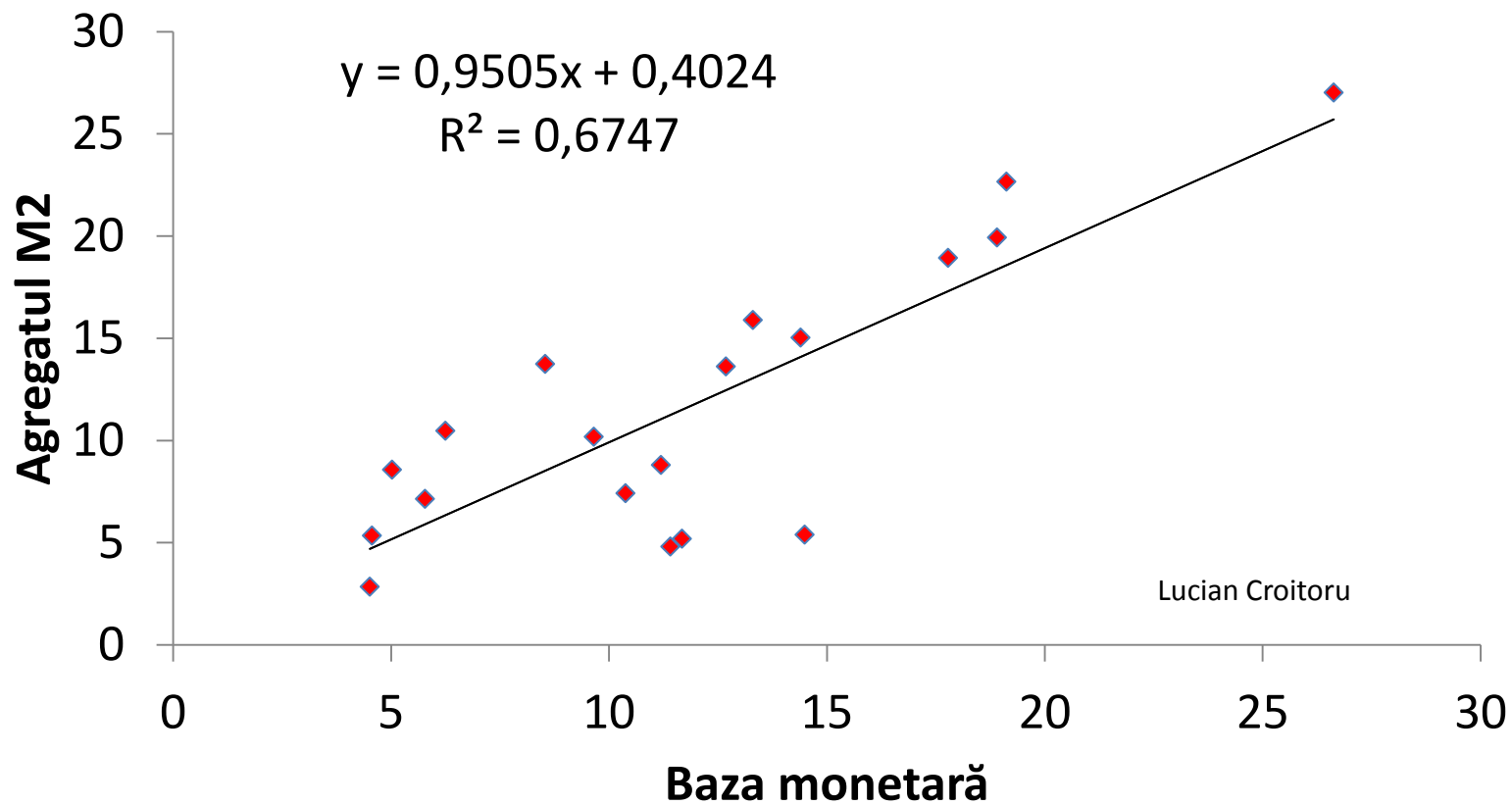
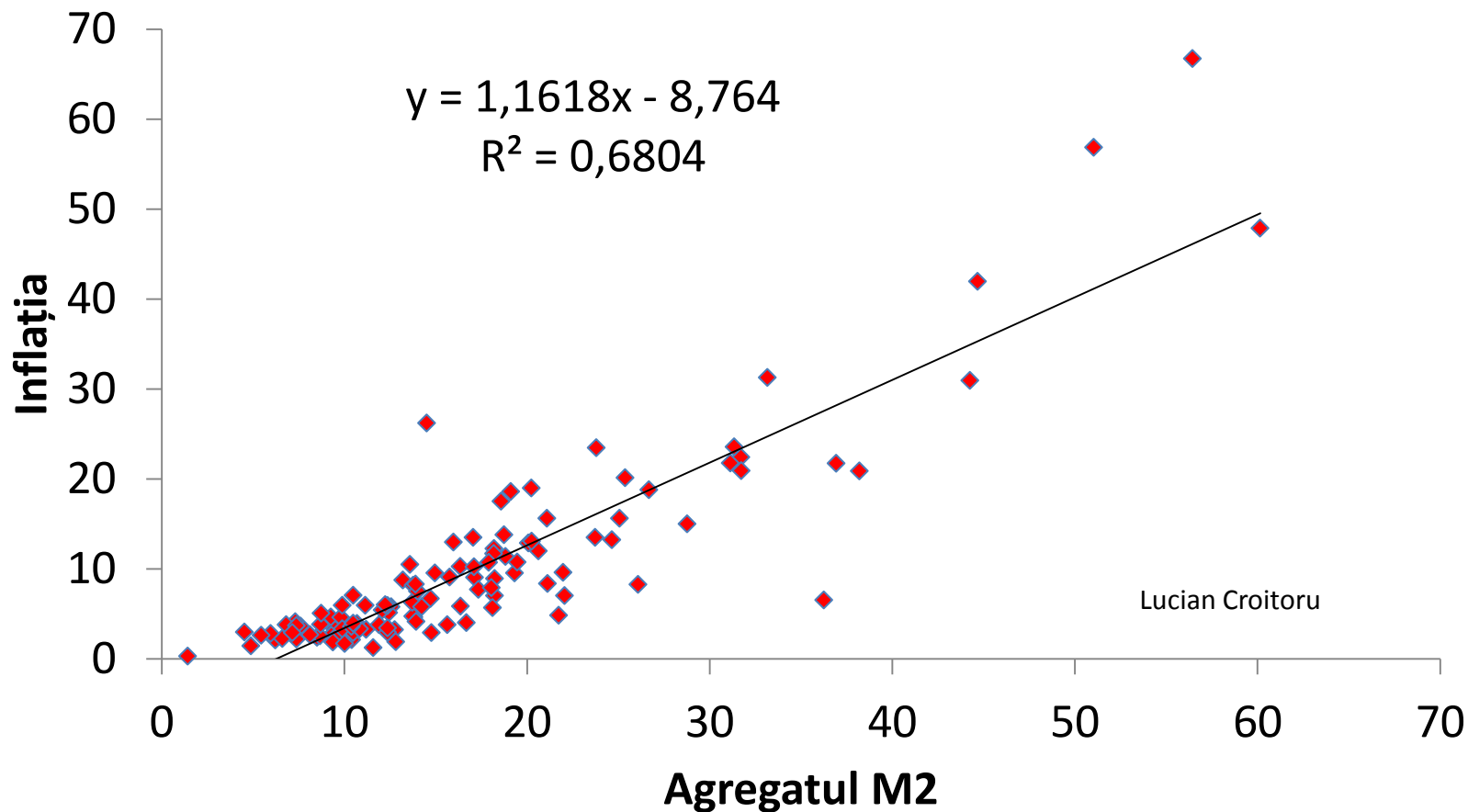


Fig. 3: Corelația dintre agregatul M2 și inflație în perioada 1991-2010 pentru 117 de țări (ritmuri medii anuale, procente)



CONCLUZII despre bani și inflație înafara capcanei lichidității

- Atât timp cât economiile nu au fost în capcana lichidității, corelația bună dintre baza monetară și agregatul M2 ne permite să presupune 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
- Când se va ieși din capcana anticipațiilor ce se va întâmpla cu inflația?

Inflația după ieșirea din capcana lichidității

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

Monetariștii ar trebui să fie îngrijorați. Când economiile vor ieși din capcana lichidității, banii în sens larg (oferta de bani) vor crește rapid.

Bancherii centrali par să nu fie deoarece cred că pot reversa rapid relaxările cantitative. Dar, o reversare pe o scară așa largă nu a fost testată vreodată în trecut

În legătură cu reversarea pot fi asociate mai multe probleme, dintre care **momentul** reversării și **viteza** reversării sunt esențiale.

Momentul inversării relaxărilor cantitative (I)

Alegera momentului reversării este o problemă de politică a administrării riscului (risk policy management)

Exemplul dinainte de criza din 2007:

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

Momentul inversării relaxărilor cantitative: o reversare prematură (I)

O reversare prematură a politicii:

- Dacă relaxările cantitative sunt inversate prea devreme, poate apărea o recesiune în formă de W
- În perioada 1933-1937, în SUA producția a crescut cu 39 la sută, creșterea începând imediat după ce Franklin Delano Roosevelt a anunțat un plan de re-inflatare a economiei
- În 1937 administrația a declarat în **mod prematur victoria asupra depresiunii și a renunțat la politicile de inflatare**. Producția industrială a scăzut în 1938 cu 30 la sută, iar revenirea a început imediat ce s-a politici inflaționiste s-au reluat (Eggersson și Puglsey, 2006)

Momentul inversării relaxărilor cantitative: o reversare întârziată (II)

- Dacă relaxările cantitative sunt prelungite prea mult, nu este exclus ca anticipațiile inflaționiste să se lege direct de baza monetară
- În fond, creșterea bazei monetare prin relaxări cantitative nu este altceva decât monetizarea unor deficite bugetare foarte mari.

Viteza reversării relaxărilor cantitative

- Odată ieșiți din capcana lichidității cu această legătură stabilită, o scădere rapidă în preferința pentru lichiditate a băncilor de la nivelurile înalte de astăzi s-ar putea să creeze probleme dacă băncile centrale nu ar reversa injecțiile de lichiditate cu o viteză adecvată.
- În acest caz, anticipațiile inflaționiste legate de nivelul bazei monetare ar putea duce la salarii mai mari, la deprecieri ale monedei sau la creșteri rapide ale prețurilor activelor. Toate acestea ar consolida anticipațiile inflaționiste.

Leșirea din capcana lichidității și bilanțurile băncilor centrale

Pentru a reduce baza monetară, băncile centrale vor trebui să vândă cantitatea uriașă de bonduri achiziționate, ceea ce va duce la scăderea prețurilor acestora și la pierderi de capital

În final, pierderile mari de capital se transformă în inflație dacă ajung să erodeze credibilitatea băncilor centrale

Aceasta explică reticența Germaniei, cel mai mare contributor la capitalul BCE, referitor la relaxările cantitative ale acesteia din urmă

CONCLUZII pentru bani și inflație în perioada capcanei lichidității și ceva timp după

Corelațiile dintre M0 și inflație și dintre M0 și M2 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 M2 și inflație va continua însă să aibă aceeași formă ca cea prezentată în figura 3

Monetariștii și cei din Școala Austriacă vor interpreta aceste evoluții ca pe confirmări ale credințelor lor conform cărora creșterile bazei monetare curente se scurg în mod inevitabil în banii în sens larg pentru a produce mai târziu inflație.