

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

140

Caiete de studii Nr. 53

Lucian Croitoru

Politicile macroeconomice:
pandemia nu este o scuză
pentru părăsirea principiilor

CAIETE DE STUDII

Nr. 53

Ianuarie 2021

NOTĂ

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

Toate drepturile rezervate. Reproducerea informațiilor în scopuri educative și necomerciale este permisă numai cu indicarea sursei.

ISSN 1584-0883 (versiune *online*)

ISSN 1584-0883 (versiune e-Pub)

Politicile macroeconomice:
pandemia nu este o scuză
pentru părăsirea principiilor

Lucian Croitoru

Cuprins

Pandemia: cum să evităm ce e mai rău	7
<hr/>	
1. Raționalismul constructivist și capacitatea de reacție la pandemii	9
2. Ce ar trebui să ghideze intervenția guvernelor și a băncilor centrale	12
3. O altă „scuză minunată pentru socialism global”	16
Politicile macroeconomice, pandemia și disprețul față de principii	19
<hr/>	
Introducere	21
1. Instrumentele	22
2. Imitația	23
3. Ordinea spontană și preferințele pentru creștere economică, solidaritatea socială și sustenabilitate	25
4. Politicile trebuie să fie sustenabile	28
5. Dificultățile din prezent vin de la politicile din trecut	30
6. Politica fiscală fără principii	34
7. Ce nu înțeleg cei ce vor creșterea impozitelor în 2021	38
8. Concluzii	42
Bibliografie	45
Va grăbi pandemia trecerea economiilor emergente la politici monetare neconvenționale?	47
<hr/>	
Introducere	49
1. Succesiunea obiectivelor și drumul economiilor dezvoltate spre politici monetare neconvenționale	51
2. Spațiul de manevră al politicii monetare din România: câteva comparații	59
3. Strategia în cazul pierderii spațiului pentru politici monetare convenționale	67
Bibliografie	73

Pandemia: cum să evităm
ce e mai rău

Pe lângă mari probleme de sănătate, COVID-19 creează mari probleme economice. Riscul să apară o recesiune globală profundă este foarte mare. Este un șoc care reduce oferta, în special prin șocul asupra forței de muncă, prin îmbolnăviri sau prin distanțare socială, cu rezultatul închiderii multor activități din diferite industrii. Unele activități s-au închis prin decizii private, altele s-au închis ca urmare a măsurilor de distanțare socială impuse de autorități. Indiferent de sursa lor, aceste decizii au produs un șoc pe partea ofertei, care se translatează într-un șoc pe partea cererii. Cele două șocuri se pot amplifica reciproc putând duce la un dezastru.

Pe lângă tragedia pierderilor de vieți omenești, care nu se poate compara cu nimic, cel mai rău scenariu ar fi acela în care, după o prăbușire economică de proporții, vom constata că societatea occidentală nu a învățat motivul real pentru care a fost prinsă material nepregătită pentru o pandemie și, încă odată, ca de obicei în astfel de cazuri, un eveniment extrem a fost folosit pentru a eroda libertățile.

În continuare arăt din ce cauză societatea occidentală nu a fost adecvat pregătită pentru o pandemie și ce ar trebui să învețe din asta, ce ar trebui să ghideze intervențiile guvernelor și băncilor centrale în această criză pentru a evita dezastrul economic și, în fine, că ar trebui să luptăm împotriva celor care ar dori să folosească pandemia actuală ca pe o altă „scuză minunată pentru socialism global”.

1. Raționalismul constructivist și capacitatea de reacție la pandemii

Distanțarea socială este o cale de a reduce răspândirea bolii. Această măsură are ca principal scop ca, prin evitarea răspândirii virusului, să evite ca sistemul de sănătate să fie copleșit și să nu mai poată salva vieți. Nimeni nu știe însă pentru cât timp trebuie să rămână închise activitățile pentru a stopa răspândirea virusului și a reduce astfel costul cel mai mare, și anume pierderea de vieți omenești. Este o incertitudine. Societatea ar trebui să fie cât mai bine posibil pregătită ca, atunci când o astfel de incertitudine apare, să nu contribuie ea însăși la adâncirea ei. Așa cum voi arăta în această secțiune, capacitatea societății de a face acest lucru depinde de raționalismul pe care, deliberat sau nu, îl practică.

Incertitudinea referitoare la distanțarea socială creează mari probleme în conceperea de către sectoarele public și privat a ajustărilor pe care ar trebui să le implementeze pentru a minimiza pierderile economice și a evita o deteriorare dezagregantă a stabilității macroeconomice.

În general, interdependențele economice fac astfel încât problemele financiare ale unor firme să se extindă și asupra altora. Acest proces pare să fie chiar mai accelerat în contextul anxietății economice pe care o creează pandemia. Fluxurile de venituri scad și tot mai multe firme ajung să-și reducă activitatea sau să o închidă. În acest fel, recesiunea devine inevitabilă.

Ar putea fi o astfel de evoluție oprită relativ rapid? Într-un caz pur ipotetic, răspunsul este afirmativ. Imaginați-vă că ar fi fost posibilă testarea tuturor cetățenilor care ar fi necesitat testare. Atunci ar fi fost ușor să se identifice persoanele care ar fi trebuit să intre în carantină (să numim carantina astfel rezultată „carantină personalizată”) acasă sau să fie internate în spitale încă de la început. Pe această bază s-ar fi putut deduce care persoane rămâneau disponibile să-și continue activitatea (să muncească, să meargă în excursii etc.) fără riscul de a răspândi infecția. Asta ar fi permis atât rezolvarea problemei de sănătate, cât și continuarea producției în aproape toate domeniile, inclusiv în turism și transportul aerian. Efectele economice ar fi fost minime și societatea ar fi put să-i ajute mai bine pe cei bolnavi.

Soluția este doar ipotetică deoarece nu se poate prevedea de la început cu ce virus s-ar putea confrunta societatea. Testul, la fel ca și un vaccin eficient, se poate concepe doar după ce se știe despre ce virus este vorba. Testele se produc treptat, astfel că nu există de la început stocul necesar pentru a-i testa pe toți cei care ar fi fost necesar să fie testați. Din această cauză nu știm decât o mică parte dintre cei care poartă virusul. Mai departe, din această cauză, sectoarele care presupun o mare interacțiune între oameni și care nu ar putea îndeplini cerințele de distanțare socială, cum sunt de exemplu turismul și transportul aerian, nu și-au putut continua activitatea. Pe de altă parte, spitalele insuficient dotate cu echipamente de protecție a medicilor au continuat activitatea, devenind ulterior inoperabile temporar pentru că s-au transformat în focare de infecție.

În scopul acestui articol să reținem, ca o primă concluzie din cele prezentate mai sus, că în multe țări capacitatea de testare a crescut treptat. Mai îngrijorătoare și semnificativă din perspectiva discuției noastre a fost lipsa materialelor de protecție de genul măștilor, profesionale sau nu, a combinezoanelor, dezinfectanților etc. Din aceste cauze luate împreună, și nu din alte motive, a fost inevitabilă închiderea unor activități care presupun interacțiune strânsă între oameni. Din același motiv a fost necesară impunerea distanțării sociale (acțiunea „stăm acasă”) și restricționarea liberei circulații a persoanelor în foarte multe țări ale lumii.

Totuși, există o diferență importantă între aceste două tipuri de cauze, adică între lipsa testelor și lipsa pregătirii materiale adecvate. Chiar dacă în timpurile noastre este imposibil să se știe cu precizie ce virus va apărea și ce teste trebuie fabricate, este totuși posibil să știi dinainte că pandemiile sunt posibile și că pot avea o răspândire teritorială extremă și pot afecta zeci de milioane de oameni. În mod firesc, apariția noului coronavirus a acționat ca un șoc (ceva imposibil de prevăzut) referitor la disponibilitatea testelor, dar nu ar fi trebuit să fie un șoc referitor la pregătirea privind celelalte materiale comune oricărei pandemii. În consecință, pregătirea materială ar trebui să fie în principiu adecvată. Dar exact această lecție a lipsit și de această dată, nu numai în România, ci în aproape toate țările. Dar pentru neînvățarea acestei lecții nu există nicio scuză. Într-un eseu publicat de OMS se arată că atunci când secolul nostru abia începea, „cei mai mulți experți credeau că patogenii exotici care cauzează atât de multă suferință în Africa și părțile dens populate ale Asiei de Sud-Est nu ar deveni niciodată o problemă în țările bogate, cu standardele lor înalte de viață și sisteme de sănătate bine dezvoltate” (<https://www.who.int/csr/disease/ebola/ebola-6-months/myths/en/>).

Probabil că această încredere a experților la care se referă eseul citat se baza pe cele peste trei decenii în care lumea bogată nu se mai confruntase cu o pandemie, în general. Dar pandemia curentă seamănă mai degrabă cu cea din 1918-1920, astfel că putem să spunem că convingerea că o astfel de pandemie este extrem de improbabilă se baza pe o perioadă de două ori mai lungă, de peste șase decenii. În plus, convingerea venea și din faptul că în timpul ultimei pandemii din secolul trecut, cea din 1968, vaccinul fusese descoperit relativ rapid, deși doar după ce răspândirea bolii atinsese vârful în mai multe țări (vezi *Encyclopaedia Britannica*). Încrederea aceasta ar fi trebuit să fie puternic zdruncinată în anii 2003, când SARS (Severe Acute Respiratory Syndrome) a avut cel mai mare impact asupra ariilor urbane înstărite, și în 2009, când prima pandemie a secolului al XXI-lea, (gripa tip A(H1N1)) a avut o răspândire globală și a produs aproape 19 mii de decese printre cei cu gripa confirmată în laborator (OMS) și probabil mai mult de 200 de mii de decese în total.

Totuși, lipsa de pregătire materială pe care o scoate la iveală peste tot în lume coronavirusul pare să arate că lecția nu a fost învățată, cel puțin nu de cei care administrează sistemele de sănătate publică și, într-un sens mai larg, de elitele occidentale. Excepție au făcut, parțial, țările asiatice care s-au confruntat cu SARS în 2003, ceea ce a făcut ca ele să fie ceva mai bine pregătite. Unii au speculat că în China reacția mai fermă a fost mai degrabă un reflex de apreciat al comunismului, dar această idee, așa cum voi arăta mai jos, este pur și simplu falsă. „Memoria vie” referitoare la SARS din societățile asiatice este cea care explică mai bine reacția de acolo (vezi Daniel Gros, „The West’s COVID-19 Learning Curve”, <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-learning-curve-slow-western-response-by-daniel-gros-2020-03>).

Lipsa de pregătire materială a țărilor occidentale pare să reflecte credința că o pandemie de o asemenea extindere geografică și cu un număr așa de mare de victime nu ar mai fi posibilă sau, în cel mai rău caz, ar avea o probabilitate foarte mică, dat fiind nivelul de civilizație și prosperitate materială din aceste țări. Credința s-a instalat, la rândul ei, ca o consecință a încrederii specialiștilor (elita profesională) în capacitatea științei de a găsi soluții rapide de tratament și de a evita contagiunea pe scară suficient de largă pentru a depăși capacitatea privată și publică de intervenție eficientă.

Încredere în știința noastră de a ne feri de „patogeni exotici” și de a rezolva relativ rapid problemele cu care ne confruntăm este un reflex al raționalismului constructivist (termen introdus de Hayek) care domină gândirea elitelor conducătoare din societățile occidentale și gândirea celei mai mari părți a elitelor din științele sociale. Acest raționalism a împrumutat într-un mod epistemologic ilegal metode utilizate în științele naturale pentru a deduce regularități. Secolul care a trecut de la marea pandemie din 1918-1920, fără ca o alta similară să apară până anul acesta, a fost văzut ca întruparea unei regularități. Astfel s-a ajuns la concluzia că apariția unei pandemii în societățile dezvoltate are o probabilitate atât de mică încât se poate neglija sau, că, dacă apare, soluțiile de apărare vor fi livrate relativ rapid.

Țările occidentale au fost luate prin surprindere doar pentru că ideea unui astfel de eveniment care să nu poată fi rapid controlat a fost respinsă de raționalismul pe care

il practicăm. Trăsăturile paternaliste dezvoltate în societate din cauza raționalismului constructivist al elitelor a dus la deresponsabilizarea individului, care învățase, în vremea când liberalismul a predominat, importanța menținerii vigilenței individuale, sintetizată în expresia *si vis pacem, para bellum!* Cu alte cuvinte s-a acceptat că societatea a evoluat atât de mult, material și științific, încât putem considera că una dintre ipotezele pe care le putem utiliza atunci când proiectăm anumite sisteme este aceea că o pandemie nu poate apărea, sau dacă apare, ea poate fi controlată rapid prin știința noastră. Acea dimensiune a globalizării care se reflectă în explozia interacțiunilor umane internaționale directe nu ar fi putut să apară dacă ipoteza predominantă ar fi fost că o pandemie ce poate ajunge în toate locurile de pe glob ar fi posibilă.

Ipoteza probabilității extrem de scăzute a unei pandemii a fost încorporată în deciziile private și publice referitoare la dimensionarea capacității de dotare cu medicamente și echipamente a unităților medicale private sau publice. Raționalismul constructivist a neglijat informația furnizată de istorie referitoare la probabilitatea deloc de neglijată ca o astfel de pandemie să apară în societatea omenească, globalizată sau nu. A fost o greșeală de gândire. Raționalismul utilizat în științele exacte a făcut enorm de mult bine societății. Când a fost împrumutat pentru a fi aplicat în științele sociale, unde este un intrus, raționalismul a devenit constructivist și a făcut numai rău.

2. Ce ar trebui să ghideze intervenția guvernelor și a băncilor centrale

Șocul asupra producției pe care îl produce distanțarea socială necesară pentru limitarea infecțiilor cu noul coronavirus pare foarte asemănător cu șocurile produse de oricare alt declanșator al unei recesiuni. Totuși, există o diferență majoră. În general, după cel de-al Doilea Război Mondial, au acționat trei tipuri de declanșatori: întărirea (sau înăsprirea) politicii monetare (recesiune condusă de cerere), schimbarea în anticipații (cerere) și șocuri în prețurile unor materii prime importante (ofertă). Recesiunile declanșate astfel au fost în cele din urmă rezultatul unor evoluții care au culminat cu formarea unor structuri economice (comportamente conectate între ele) devenite nesustenabile. Rostul acelor recesiuni a fost acela de a corecta structura economiei devenită nesustenabilă prin eliminarea comportamentelor devenite anacronice sau nesustenabile. Din această perspectivă, recesiunile au fost o formă de manifestare a principiului ordinii spontane.

Recesiunea produsă de distanțarea socială nu este nici rezultatul, nici dovada că structura economiei mondiale devenise nesustenabilă la începutul anului 2020. Recesiunea declanșată de COVID-19 este, prin natura sa, diferită de celelalte. Ea nu este o manifestare a principiului necesității eșecului care duce la distrugere creatoare. Totuși, probabil că unele comportamente erau mai aproape de punctul de a deveni nesustenabile decât altele. De aceea, această recesiune ar putea ajusta sau chiar elimina în primul rând acele elemente (comportamente) ale structurii care se apropiaseră cel mai mult de nivelurile sau de condițiile lor nesustenabile. Totuși,

nimeni, persoană sau organizație (agenție guvernamentală, bancă centrală, guven), nu știe care sunt acele elemente. Decidenții de politici economice trebuie să înțeleagă că „minte” ordinii spontane, superioară oricărei alte minți, continua să opereze structura economiei la data la care a apărut șocul produs de virus.

Distincția aceasta este importantă pentru că ne ajută să înțelegem mai bine ce rol pot avea guvernele și băncile centrale (organizațiile) în evitarea unei depresii economice și în scoaterea economiei din recesiune. În acele cazuri în care recesiunile reprezentau o corecție spontană abruptă făcută de piețe pentru a transforma vechea și nesustenabila structură economică într-una nouă și sustenabilă, intervenția băncilor centrale și a guvernelor atenua stresul economic prin facilitarea păstrării unor elemente neviabile ale vechii structuri economice. Acele organizații se opuneau temporar ordinii spontane. Putem presupune că, din această cauză, noua structură ce scotea economia din recesiune devenea sustenabilă pentru o perioadă mai scurtă de timp comparativ cu una care ar fi rezultat fără protejarea unor comportamente, industrii sau activități ce ar fi trebuit, conform ordinii spontane, să fie ajustate diferit.

La momentul apariției infecțiilor cu coronavirus, structura economiei era funcțională. De exemplu, spre deosebire de perioada de dinainte de 2008, economiile lumii nu erau, în general, caracterizate de dezechilibre largi. Recesiunea din 2008-2009, indusă de piață, a arătat comportamentele și relațiile dintre ele care deveniseră nesustenabile și a impus corecțiile. Recesiunea globală care a apărut în urma distanțării sociale impuse din necesitate de către autorități nu arată ce comportamente și ce legături dintre aceste comportamente deveniseră nesustenabile din perspectiva pieței. Guvernele și băncile centrale nu au cunoașterea necesară pentru a spune dacă o altă structură economică ar fi mai bună decât cea care fusese generată spontan de piețe și funcționase în plenitudinea ei până la momentul apariției șocului produs de noul coronavirus prin distanțarea socială la care a dus. Din acest motiv, este justificat ca măsurile pe care guvernele le vor lua să fie orientate atât spre evitarea, pe cât posibil, a deteriorării în continuare a acelei structuri economice care apăruse spontan, cât și spre crearea condițiilor de refacere a ei.

Având aceste clarificări, putem analiza ideile care s-au vehiculat în legătură cu modul în care ar trebui să intervină guvernele și băncile centrale. De data aceasta, în această recesiune, organizațiile, numite bănci centrale și guverne, nu numai că nu trebuie să se opună ordinii spontane, ci chiar pot și trebuie să acționeze în același sens cu ea. Ideea-cheie pe care o susțin este aceea că trebuie identificat efortul material, uman și financiar necesar pentru restabilirea comportamentelor și a relațiilor dintre acestea existente înainte de criză. Pentru ca această problemă să fie rezolvată corect este necesară aplicarea unor principii care să permită minimizarea costului suportului dat pentru refacerea în linii generale a singurei structuri economice autentice, și anume cea creată prin ordine spontană înainte de criză.

În primul rând, trebuie recunoscut faptul că nu există o criză a capitalismului pe trei segmente, așa cum încearcă să argumenteze unii autori, și anume sanitară, economică și climatică (vezi Mariana Mazzucato – „Capitalism’s Triple Crisis”, <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-crises-of-capitalism-new-state-role-by-mariana-mazzucato-2020-03>). Noul coronavirus nu scoate la iveală slăbiciunile capitalismului.

Ceea ce scoate la iveală virusul criminal este tipul de raționalism pe care îl folosim ca să interferăm cu ordinea spontană pe care se bazează în mare măsură capitalismul ca mod de organizare a societății. Acest tip de raționalism este cauza ultimă a lipsei de pregătire materială a societății în fața unei pandemii, așa cum am arătat în prima secțiune. În consecință, singurele probleme care trebuie rezolvate sunt cea a crizei din sectorul sanitar și cea economică (recesiunea), astfel încât să putem reface, în liniile esențiale, structura economiei de la momentul apariției crizei. Problema reparării sistemului capitalist de către stat este una falsă. În mod particular, problemele referitoare la climă înseamnă politici industriale care schimbă structura economiei plecând de la premisa că știm dinainte cine produce schimbările de climă și cu ce consecințe, ceea ce, din nou, este fals. Societatea capitalistă știe să inoveze, așa cum a demonstrat până acum și, în consecință, va rezolva și problema poluării (care nu este în mod necesar problema de climă) într-un mod sustenabil.

În al doilea rând trebuie identificate cu claritate limitele în care băncile centrale și guvernele pot interveni. Rolul băncilor centrale este acela de a evita panica de pe piețele financiare. Panica poate distruge structura economiei existente în realitate înainte de șocul virusului, structură care, așa cum am arătat este singura viabilă, și pe care o cunoaștem doar parțial și doar intermediat de teorii economice. Pentru panica de pe piețele activelor sunt tipice vânzările masive. Se vinde orice activ financiar perceput ca riscant. Băncile centrale trebuie să cumpere active financiare pentru a opri panica. Singurul activ care are o relație stabilă între randament și preț, atunci când este exprimat în el însuși, este banul. Randamentul banului este zero și prețul său este egal cu unu. Din acest motiv, elasticitatea cererii de bani devine virtual infinită în momente de panică și duce la criza de lichiditate pe piețele activelor. Băncile centrale au datoria să mențină lichiditatea adecvată pe piața activelor prin extinderea cumpărărilor de active. În acest context, ideea că băncile centrale inundă piețele cu lichiditate, așa cum chipurile au făcut-o în criza din 2008, fără a o direcționa către „cele mai bune oportunități de investiții”, trădează ideea raționalist constructivistă că banca centrală ar avea capacitatea de a alege câștigătorii. Banca centrală nu are această capacitate.

Guvernele au o capacitate limitată de intervenție dacă țin să nu producă inflații mari care pot scăpa de sub control. Creșterea impozitelor nu este deloc o soluție, deși unii economiști sau politicieni se gândesc la ea, chiar dacă o exprimă doar timid prin referire la o taxă de „solidaritate”, care mai degrabă sună bine decât produce efecte nete pozitive. Singura soluție viabilă implică și creșterea datoriilor publice și private. Totuși, această creștere poate fi limitată dacă guvernele aleg un criteriu corect care să le ghideze în extinderea subvențiilor. Pentru a fi mai clar, datoriile publice pot fi crescute până la nivelurile necesare pentru a prezerva structura economiei produsă prin ordine spontană înainte pandemie. Orice creșteri care rezultă din comportamente publice sau private oportuniste vor fi în contradicție cu scopul prezervării în linii generale a structurii economiei. Aceste comportamente vin de obicei de la politicieni, care doresc să arunce cu bani chiar și acolo unde nu este necesar, pentru a obține voturi sau pentru că se află sub imperiul emoțiilor, și de la antreprenori care, deși nu au probleme reale, încearcă să beneficieze de ajutoare, alături de cei care cu adevărat au probleme. Se vede deja o răspândire a acestor comportamente, care pun o presiune nenecesară enormă pe guverne.

Ar fi greșit ca ajutoarele guvernelor pentru firmele care nu mai pot opera din cauza distanțării sociale să fie acordate cu condiții atașate care ar altera structura economiei, a cărei preservare, în viziunea prezentată în acest articol, ar trebui să o țintească. Condiționarea subvențiilor de limitarea relației dintre firmă și acționariat („share buyback”), de efectuarea de investiții viitoare în reducerea emisiilor de carbon sau în așa-numita creștere economică inclusivă, cum propune Mazzucato (citată mai sus), ar putea produce efecte contrare celor vizate. De exemplu, creșterea economică inclusivă duce lipsă de o definiție unitară și, din acest motiv, există viziuni conflictuale referitoare la tipul de politici antisărăcie, de la cele deliberat orientate în favoarea celor săraci, care este o viziune raționalist constructivistă, la cele liberale care consideră că ar trebui maximizată creșterea economică prin clarificarea drepturilor de proprietate, asigurarea stabilității macroeconomice, a disciplinei fiscale și a comerțului internațional liber, ceea ce ar aduce beneficii tuturor (pentru o analiză detaliată a acestor viziuni vezi, de exemplu, Ranieri și Ramos – „Inclusive Growth: Building Up a Concept”, International Policy Center for Inclusive Growth, Working Paper 104, martie 2013). Condiționările de tipul celor menționate nu ar fi în concordanță cu refacerea structurii economiei, pe care am acceptat-o ca singurul obiectiv global legitim al ajutoarelor, ci ar conduce la adoptarea unei structuri artificiale a economiei, odată ce criza sanitară și cea economică vor fi fost rezolvate.

Ceea ce ar trebui să ghideze guvernele ar fi un set de criterii care să asigure că atingerea scopului preservării structurii viabile a economiei se realizează cu o creștere cât mai mică a datoriilor publice. Rezolvarea acestei probleme de optim nu înseamnă doar emiterea de datorie publică în volume compatibile cu restaurarea structurii preciză a economiei, ci și acceptarea ideii că revenirea în valuri a infecțiilor cu noul coronavirus ar putea fi un factor de creștere a datoriilor publice. În consecință, creșterea datoriilor pentru a finanța o distanțare socială adecvată, care chiar reușește să prevină revenirea infecției ar fi, în cele din urmă, un pas necesar chiar în sensul minimizării datoriilor publice.

De asemenea, guvernul ar trebui să creeze mecanisme care să asigure, alături de subvențiile publice, utilizarea rezervelor (economisirilor) private. Aceasta nu înseamnă confiscarea acestor economisiri prin impozite, ci limitarea subvențiilor publice la un nivel considerat acceptabil. De exemplu, plata unor indemnizații de 75 la sută din salariile angajaților din industriile afectate de distanțarea socială asigură menținerea potrivirilor dintre calificările cerute de activitatea unei firme închise pe perioada distanțării sociale și oferta de forță de muncă, odată ce firmele reiau activitatea. Similar, amânarea plății unor impozite sau a unor rate la bănci sau garantarea de către stat a unor împrumuturi ajută firma să-și păstreze angajații, pentru a fi prezenți la reluarea activității. Aceasta este esențial pentru preservarea structurii economiei. Între timp, rămâne pentru angajați să decidă dacă vor să utilizeze economisirile lor private pentru a-și menține în cvasitotalitate comportamentele anterioare de consum. De asemenea, rămâne la latitudinea firmelor să utilizeze din rezervele lor pentru a plăti salarii întregi pentru a se asigura că nu pierd forță de muncă în favoarea concurenței.

În fine, pentru ca implicarea rezervelor sectorului privat să fie complementară cu utilizarea banilor publici, aceste ajutoare (salarii reduse plătite de la bugetul public, amânări la plata ratelor la bănci, amânarea plății impozitelor etc.) ar trebui

condiționate de atingerea unui grad minim de stres economic de către firme sau de către angajați. Acest principiu este utilizat deja în Europa în conceperea moratoriilor bancare (vezi, de exemplu, o sinteză referitoare la moratoriile bancare realizată de Cristian Bichi pe <http://www.opiniibnr.ro/index.php/macroeconomie/380-coronavirusul-si-moratoriile-bancare-din-unele-tari-europene>).

Dacă un grad mai mare de îndatorare publică este prețul ce trebuie plătit pentru a salva sectorul privat și a relua creșterea economică cu o structură economică validată de piață, atunci așa să fie.

3. O altă „scuză minunată pentru socialism global”

Există forțe în societate care nu numai că nu înțeleg că singura structură economică validă pe care o cunoaștem este cea creată de ordinea spontană, dar și militează pentru schimbarea ei, dar nu oricum, ci prin atacarea capitalismului. Aceste forțe sunt permanent active. Evenimente ca pandemia sau alte evenimente, a căror magnitudine este amplificată cu mult efort material și propagandistic la nivel de „problemă globală”, dau apă la moară acestor forțe. Margaret Thatcher a spus cândva că „global warming provides a marvelous excuse for global socialism”. Se pare că și coronavirusul este exploatat de adepții socialismului în același scop. Argumentele lor supreme referitoare la instaurarea egalității sunt lăsate deoparte, pentru moment. Această capacitate a ideologilor socialismului de a se adapta prin exploatarea oricărui context în favoarea socialismului este de invidiat.

Adepții socialismului au abandonat ideea centrală, dar depășită de realități, a proprietății comune asupra mijloacelor de producție ca modalitate de înfăptuire a iluzoriei idei de egalitate economică sau a celei de justiție socială ori justiție distributivă după cum a mai fost denumită. Începând încă din anii 1960, mergând în forță prin anii 1970 și 1980, ideea de a realiza egalitatea prin instituirea proprietății comune asupra mijloacelor de producție a fost înlocuită cu ideea de a realiza justiția socială prin redistribuire, concret prin confiscarea veniturilor celor cu venituri mari prin creșterea masivă a impozitelor. Așa s-a ajuns la o creștere rapidă a ponderii cheltuielilor sociale în PIB începând încă din anii 1960.

Astăzi, din nou, adepții ideilor socialiste strâng rândurile. Obiectivul este aceeași iluzie a egalității sociale. Propaganda lor exploatează nenorocirea pe care o cauzează infectarea masivă a populației cu noul coronavirus. Ideea centrală este aceea că, dacă cineva poate să facă ceva în lupta împotriva virusului ucigaș, acela este guvernul, sau statul, cum mai este adesea numit, deși de aici derivă o serie de confuzii bine-venite ideilor socialiste. În subsidiar, există ideea că piața nu ar putea să facă ceva pentru a combate virusul sau, prin inducție, vreo nenorocire similară.

În aceste zile, precum și în cele ce vor urma, se va da o luptă imensă pentru a proiecta statul și instrumentele sale coercitive ca singura soluție de dorit. Se va da o luptă aprigă pentru a convinge populația că există o mare alegere în fața sa: pe de o parte, să aleagă un stat care este implicat în domeniile-cheie, acolo unde se furnizează medicamente, pentru a începe cu ceea ce este astăzi cel mai important, energie, locuință, bunuri de primă necesitate. Pe de altă parte, să aleagă mai mult liberalism, cu consecința unor sincope în situații critice. În legătură cu acest din urmă aspect va apărea din ce în ce mai des ideea că modul de viață capitalist este nesigur și este de vină pentru nenorocirile de genul prezentei pandemii. Am arătat în prima secțiune că nu capitalismul și democrația liberală favorizează astfel de nenorociri, ci raționalismul constructivist, care este natural socialismului, dar care a infectat și capitalismul, mai ales prin erodarea liberalismului.

Când vrem să analizăm și să înțelegem procesele sociale, ideea că omul nu poate cunoaște circumstanțele care acompaniază deciziile sale ar trebui să ghideze permanent gândirea noastră. Trebuie să înțelegem că același principiu se aplică și grupurilor de oameni, inclusiv partidelor politice, guvernelor, parlamentelor etc. Acest principiu al cunoașterii limitate a circumstanțelor particulare ar trebui să fie permanent treaz în mintea noastră, pentru a împiedica transformarea unor probleme sau a ceea ce este larg perceput ca probleme în motive extraordinare pentru noi inginerii sociale.

Socialismul constituie un exemplu de inginerie socială care nu a adus nimic bun. Nu a putut aduce nimic bun pentru că nu putea să inoveze. Iar inovația a dispărut în socialism pentru că în locul concurenței a fost introdus planul centralizat, conceput de un grup de oameni care credeau că pot avea cunoașterea tuturor circumstanțelor particulare în care acționează indivizii, ceea ce este imposibil. Capitalismul inovează pentru că permite concurența. El, capitalismul bazat pe libertatea de întreprindere, va găsi soluțiile optime pentru a reduce poluarea prin progres tehnologic în timp ce va permite și continuarea creșterii economice. Acest tip de capitalism va reuși să producă tot ceea ce este necesar pentru o viață mai bună. Și va face acest lucru cu atât mai bine cu cât vom găsi mai repede soluțiile pentru ca elita conducătoare și elitele din științele sociale să-și revizuiască „aroganța fatală” reprezentată de raționalismul constructivist.

Menținerea libertății piețelor este esențială. Când are nevoie de măști, de aparate de testare, de dezinfectanți eficienți etc., statul le cumpără de la antreprenorii care le-au inventat și produs. Aceste producții apar pentru că există libertatea de a concura, concurența creând stimulentele pentru permanentul progres făcut prin inovare. În producția de hârtie igienică există concurență nelimitată. Criza de hârtie igienică s-a rezolvat într-o săptămână. În producția de biocide și alte materiale similare există, în mod justificat, reglementări care fac concurența mai dificilă. Din acest motiv răspunsul pieței a fost mai lent. Nu critic precauția existentă în reglementările referitoare la produsele toxice, ci doar folosesc exemplul pentru că este foarte actual și cunoscut și slujește bine ideea că, acolo unde este posibilă, concurența trebuie lăsată să lucreze.

În aceste vremuri ar trebui să fim mult mai vigilenți referitor la ce se întâmplă cu democrația liberală din societățile occidentale și la cum se propagă influențele adverse, mai ales împotriva liberalismului. Nu trebuie să uităm niciodată concluzia lui Hayek conform căreia „«Emergencies» have always been the pretext on which the safeguards of individual liberty have been eroded”. Nu trebuie să uităm nici îndemnul Regelui Mihai I referitor la lupta continuă pentru libertate. În fine, nu ar trebui să uităm îndemnul lui Vegetius (*Igitur qui desiderat pacem, praeparet bellum*), prescurtat în sintagma *Si vis pacem, para bellum!*

Politicile macroeconomice,
pandemia și disprețul față
de principii

Motto:

„Man did not adopt new rules of conduct because he was intelligent. He became intelligent by submitting to new rules of conduct.“

Friedrich Augustus Hayek

Introducere

Pandemia a produs un șoc real major asupra economiei românești, așa cum a produs și asupra multor altor economii ale lumii. Răspunsul politicilor noastre a fost similar în spirit cu cele din diverse țări dezvoltate, dar au fost diferențe importante referitoare la magnitudinea răspunsului și la paleta de instrumente utilizate. Agențiile de rating și diverse alte instituții financiare au apreciat pozitiv aceste măsuri, anunțând însă îngrijorările lor față de unele planuri fiscale, în special față de creșterea cu 40 la sută a punctului de pensie, în contextul în care deficitul bugetar în anul 2020 se preconizează a fi de 7-8 la sută din PIB, punând finanțele publice într-o poziție nesustenabilă. Totuși, în plan intern, diferențele în magnitudine și diversitatea instrumentelor au fost criticate de politicieni, analiști și oameni de afaceri, care au ținut să arate în esență două lucruri: (i) că unele instrumente pe care câteva țări dezvoltate le-au folosit nu au fost utilizate și în România și (ii) că atât intervenția fiscală, cât și cea monetară au fost mult subdimensionate, adică au fost insuficiente, deși nu este clar în raport cu ce criteriu.

În acest studiu, arăt că unele instrumente la care au apelat diverse țări pentru a contracara efectele negative ale pandemiei nu au fost folosite în România pentru că circumstanțele existente făceau ca utilizarea lor să producă mai multe costuri decât beneficii. Urmând filozofia hayekiană referitoare la reguli și ordine, reamintesc prin prisma experienței românești că deși relaxările fiscale și monetare sunt instrumente de intervenție, adică au scopuri particulare, magnitudinea lor nu poate fi arbitrară fără a intra în conflict cu ordinea pieței, care în esență înseamnă coordonarea mijloacelor în contextul creat de reguli generale, nu coordonarea scopurilor particulare. În consecință, și intervențiile fiscale și monetare trebuie să fie făcute după reguli generale, compatibile cu această ordine, și nu alegând conjunctural/discreționar, adică fără ghidarea dată de principii, diverse măsuri pentru a atinge obiective referitoare la creștere economică, solidaritate socială și sustenabilitate. Arăt că limitele intervențiilor fiscale și monetare efectuate ca răspuns la șocul generat de pandemie au venit de la nevoia ca instrumentele utilizate (de exemplu, deficitul bugetar și diferența dintre rata actuală a dobânzii și rata naturală a dobânzii) să rămână sustenabile.

Arăt, de asemenea, că limitele până la care politica fiscală putea rămâne sustenabilă la momentul șocului produs de pandemie nu au venit de la circumstanțe pe care nu le-am fi putut controla, cum le convine să afirme celor care critică politica fiscală, ci de la trecutul politicii noastre fiscale. În ultimii 30 de ani, politica noastră fiscală a fost condusă fără nicio preocupare față de principiul general al sustenabilității sau față de alte principii generale, ci doar urmărind scopuri imediat-pragmatice. Această practică, pe de o parte, a făcut ca la fiecare moment de timp politica fiscală să fie centrată mai mult pe corectarea unor rezultate nedorite apărute din decizii anterioare, decât pe atingerea unor rezultate benefice pentru public. Pe de altă parte, această practică a restrâns drastic posibilitatea politicii fiscale de a contribui la limitarea scăderii producției în momentele dificile, precum cel creat de șocul pandemiei. Pentru a produce rezultate mai bune pentru public, politica fiscală va trebui să renunțe la pragmatism și să se ghideze după principii și reguli generale.

1. Instrumentele

Paleta de instrumente utilizate de țările lumii cu scopul de a contracara parțial efectele recesioniste induse de instituirea distanțării sociale necesare pentru a limita creșterea infecțiilor cu SARS-CoV-2 a fost foarte diversă. Ea a inclus instrumentele pe care țările dezvoltate le foloseau deja de peste un deceniu pentru a revigora cererea și a reanima anticipațiile inflaționiste: relaxările cantitative, ghidările prospective și rate nominale de dobândă negative. În plus, s-au readus în discuție, deși nu au fost utilizate în practică după 2008, idei mai vechi referitoare la controlul curbei randamentelor sau la „bani din elicopter”. Nu exclud posibilitatea ca economia românească, pe măsură ce factorii care duc la slăbirea cererii și la reducerea ratelor reale ale dobânzii, să ajungă cândva să fie nevoită să apeleze la astfel de măsuri. Dar până atunci poate fi o cale mai lungă sau mai scurtă, pe care este dificil să o anticipăm. Poate fi totuși luată în considerare ipoteza că șocuri majore persistente în cererea agregată sau în potențialul de creștere economică pot grăbi drumul spre acea destinație. Până atunci însă, economia României are spațiu de manevră pentru a utiliza măsurile de politică monetară convențională. Am prezentat comparații referitoare la spațiul de manevră al politicii monetare din România față de spațiul din câteva țări dezvoltate într-un studiu recent (Croitoru, 2020a). Tot acolo am prezentat și ipoteza că economiile emergente din regiunea noastră ar putea pierde spațiul de manevră pentru politici monetare convenționale dacă șocul generat de pandemie va fi foarte mare și persistent și ce strategie ar trebui urmată în această situație.

Pentru a fi concis, vreau să dau doar exemplul instrumentului numit „bani din elicopter”, pentru a arăta nu numai că nu a fost necesar, dar și că utilizarea lui este suboptimală dacă există instrumente convenționale cu costuri mai mici. Banii din elicopter înseamnă că banca centrală creează bani pe care îi transferă de obicei indirect, prin intermediul autorității fiscale, către public. La această tactică se apelează atunci când cererea are o stare precară sau atunci când legătura dintre cerere și rata dobânzii este slabă și banca centrală nu (mai) poate folosi rata nominală a dobânzii pentru a influența cererea din economie, de exemplu pentru că rata dobânzii este deja zero (pentru o detaliere a acestor condiții, vezi, de exemplu, Bernanke, 2016).

Dacă aceste condiții nu sunt îndeplinite nu este nevoie de instrumentul respectiv, deoarece scopul poate fi atins mai eficient cu instrumente convenționale. Mai mult, utilizarea „banilor din elicopter” ar deteriora disciplina relațiilor dintre banca centrală și guvern, care ar avea costuri economice și sociale foarte mari. În România, condițiile pentru a utiliza acest instrument nu s-au întrunit în nicio împrejurare până în prezent. În timpul pandemiei, cererea a scăzut, dar așa cum indică nivelurile estimate ale ratei naturale reale a dobânzii (1,6-2 la sută) și starea anticipațiilor inflaționiste (sistematic peste nivelul central al țintei) nu este într-o condiție precară, politica monetară are spațiu pentru a reduce rata dobânzii și, în fine, cererea răspunde satisfăcător la variațiile în rata dobânzii.

Având aceste precizări făcute, mă voi referi în continuare la critica cu privire la magnitudinea relaxărilor făcute prin politica monetară și prin politica fiscală. Această critică deține o pondere și o semnificație mult mai extinsă în ansamblul criticilor decât

cea referitoare la tipul de instrumente macroeconomice. Cei care s-au concentrat pe măsurile luate de banca centrală au afirmat că era nevoie de o reducere a ratei dobânzii la zero, de o depreciere mai mare a leului și de cumpărări de titluri mai mari pe piața secundară a titlurilor de stat din România. Alții au preferat să pună accentul pe cheltuielile insuficiente ale guvernului destinate ajutoarelor sectorului privat, adică pe insuficienta creștere a deficitului bugetar. Voi reveni asupra acestor critici, dar mai întâi am nevoie să fac două clarificări.

2. Imitația

Prima este aceea că atunci când am căutat să înțeleg argumentele care au stat la baza criticilor am constatat că cel mai utilizat era argumentul comparațiilor cu măsurile monetare și fiscale adoptate de alte țări. Din păcate nu am găsit argumentele pentru care dimensiunea mai mare a ajustărilor în instrumentele monetare sau fiscale din alte țări era indicată și pentru România. În principiu, argumentele ar fi putut să se refere la comparații privind starea cererii, inflația (nedorit de mică în țările dezvoltate) sau perspectivele potențialului de creștere. Aceste argumente au lipsit, dar nici nu aveau cum să fie produse din moment ce comparațiile cu alte țări, în special cu cele dezvoltate, sprijină magnitudinea ajustărilor adoptate prin politica monetară și cea fiscală, nu critica acestor politici. Astfel, în fond, ceea ce cereau criticii era o imitație a magnitudinii politicilor din alte țări, de obicei din țările dezvoltate.

Criteriul „imitației” este bine cunoscut macroeconiștilor mai ales din teoria politicii fiscale, unde se știe că politicienii au tentația de a imita acțiunile referitoare la reducerea impozitelor făcute de colegii lor din alte țări. În actuala criză generată de pandemie, imitația s-a extins și la creșterea cheltuielilor publice. Imitația fiscală apare și în competiția de pe scena politică internă. Dacă unul dintre partide propune reducerea impozitelor înainte de alegeri, celelalte partide vor veni cu propuneri de reduceri și mai mari. Astfel, competiția politică se transferă în competiție fiscală. În România, acest transfer avut loc, de exemplu, înainte de introducerea cotei unice. Cursa a început de la un nivel al cotei unice de 19 la sută, nivelul inițial propus de Hall și Rabushka în 1985. Competiția politică a condus la adoptarea unei cote de 16 la sută în 2005 și la reducerea ei la 10 la sută în 2018. Și la creșterea cheltuielilor cu salariile și cu pensiile este la fel. Cursa pentru creșterea salariilor publice a început în anul electoral 2016 și a continuat până în 2019, când a culminat cu propunerea aberantă de a crește pensiile din sistemul public cu 40 la sută. Aceste măsuri au transformat starea finanțelor publice într-o vulnerabilitate majoră a României. Când a apărut șocul pandemiei, lărgirea deficitelor bugetare în alte țări și suspendarea temporară a unor clauze ale Pactului de stabilitate și creștere au generat imediat efecte de imitație printre politicienii și analiștii de la noi.

Și în politica monetară există efectul de imitație, dar într-un sens diferit de cel din politica fiscală. El nu trebuie confundat cu adoptarea de strategii similare de politică monetară: țintirea inflației nu este rezultatul imitației. Imitația nu trebuie confundată

nici cu anumite evoluții similare dintr-o regiune unde publicul larg le observă atent evoluțiile și le include în anticipații. De exemplu, creșterea concomitentă a ratelor dobânzilor în diferite țări ale unei regiuni geografice nu este imitație, dacă anumiți factori impactează regiunea și fac necesar un răspuns similar din partea politicilor monetare. Imitația nu explică nici mișcările în același sens (depreciere sau apreciere) ale ratelor de schimb atunci când factorii determinanți acționează în întreaga regiune.

Imitația poate fi însă prezentă în politica monetară dacă, de exemplu, în regiunea relevantă pentru publicul lor și pentru anticipații multe țări îndeplinesc condițiile de a păstra ratele dobânzilor la niveluri joase pentru o perioadă mai lungă. Imitația apare dacă una dintre țările regiunii are însă nevoie de creșterea ratei dobânzii și amână să o facă pentru că ar ieși în evidență în regiunea sa într-o lumină negativă. Pe perioada amânării, până când inflația ar crea o lumină și mai defavorabilă, am putea vorbi de imitație. Politicile fiscale care au dus la creșterea deficitului bugetar și a celui de cont curent în România în anii 2016-2019 au pus o enormă presiune asupra deciziilor de politică monetară. Țări precum Polonia, Cehia sau Ungaria, care reușiseră să mențină deficitele bugetare sau pe cele de cont curent la niveluri relativ mici sau chiar să le transforme în surplusuri, au putut evita apariția unui excedent de cerere și a unor anticipații inflaționiste crescute. Astfel, aceste țări din regiunea noastră aveau posibilitatea de a anunța că vor păstra ratele dobânzilor la niveluri joase sau chiar neschimbate.

Banca Națională a României (BNR) nu a operat într-un mediu similar. România a avut în perioada menționată deficite bugetare și deficite de cont curent relativ mari, iar excedentul de cerere a fost relativ mare. Cu toate acestea, BNR nu a adoptat o politică de imitație, ci a explicat publicului situația diferită din România și a stabilit rata dobânzii de politică monetară la niveluri care să ancoreze anticipațiile inflaționiste pentru care presau dezechilibrele respective, generate în special prin politici fiscale neghidate de principii generale care să împiedice creșteri nesustenabile de salarii concomitent cu reducerea unor impozite.

Efectul de imitație a apărut însă imediat la mulți politicieni români, care nu și-au ascuns dorința ca ratele dobânzilor de politică monetară să scadă pentru că în țările din regiune erau mai mici. Ideea de a imita politicile monetare din alte țări nu a apărut pentru prima dată în perioada de după 2016 (anul în care PIB actual a atins din nou nivelul potențial după criza din 2008) în context regional, ci încă din 2009, odată cu intrarea în Marea Recesiune. Atunci, diverși analiști și politicieni presau pentru ca BNR să imite politicile monetare din țările dezvoltate, care redusese ratele dobânzilor la virtual zero. În anul 2020, pandemia nu a făcut decât să revigoreze înclinația unor analiști și politicieni de a judeca și înțelege politica noastră monetară prin comparație cu cele din alte țări și de a considera că imitația, care prin definiție înseamnă lipsa de reguli și principii generale, este un „principiu” bun pentru a conduce politica monetară.

3. Ordinea spontană și preferințele pentru creștere economică, solidaritatea socială și sustenabilitate

A doua clarificare pe care am nevoie să o fac se referă la faptul că economia noastră în ansamblu este, în esența ei, o ordine spontană a pieței. Oricine îi poate recunoaște acest caracter dacă se gândește, de exemplu, la formarea prețurilor, proces care nu este condus de nimeni, dar care este un serviciu complex pe care ordinea pieței îl face fiecăruia dintre noi. Ordinea pieței este una abstractă, în sensul că se bazează pe „reguli abstracte de conduită” pentru a coordona activitățile individuale „de alocare a mijloacelor pentru atingerea scopurilor ultime care se află în competiție și care sunt întotdeauna non-economice” (Hayek, 1993, Vol. 2, p. 113). Pentru că ceea ce ghidează acțiunile sunt legile generale, legăturile dintre elementele ordinii pieței sau, cu alte cuvinte, coordonarea se realizează prin intermediul mijloacelor și nu prin stabilirea unei ordini a scopurilor. Multiplele scopuri și virtual infinitele cereri care apar derivat din ele se află în competiție pentru mijloacele care în mod obiectiv sunt limitate. În viziunea lui Hayek, reconcilierea apare prin deciziile care se iau referitor la care dintre scopuri primesc resurse. În concluzie, economia în ansamblu este ordinea pieței, care nu deservește o ierarhie a scopurilor, ci doar scopuri ultime, întotdeauna non-economice și aflate în competiție. În consecință, societatea este guvernată, în sensul că este ținută la un loc, de relații economice, care în esență sunt „relații determinate de faptul că utilizarea tuturor mijloacelor este afectată de strădania pentru acele multe scopuri diferite” (Hayek, 1993, Vol. 2, p. 112).

Trebuie să subliniez însă că nu fiecare membru al societății este conștient de esența ordinii pieței. Anii de comunism au accentuat o tendință începută acum mai bine de un secol, în care principiile au fost înlocuite cu ceea ce se numește pragmatism. Astfel, în întreaga societate occidentală și cu atât mai mult în societățile ce au experimentat comunismul, pentru foarte mulți este de neconceput și, de aceea, dezamăgitor că societatea nu are o ierarhie prestabilită a scopurilor. Una dintre dezamăgirile pe care adesea le-am auzit de la foarte mulți oameni, inclusiv din mediul de afaceri, este aceea că societatea noastră nu a reușit să aibă un program economic care să dea coerență activităților lor, din care să se vadă solidaritatea. Aceasta dovedește că oamenii nu înțeleg ordinea pieței ca pe relațiile care există între diverse organizații (economii în sensul propriu („economy proper”, cum spune Hayek)), care alocă, fiecare, un set dat de mijloace pentru atingerea unor scopuri, în funcție de importanța acestor scopuri pentru organizație (adică ierarhie), ci mai degrabă că îi confundă mecanismul cu cel al unei organizații.

Pentru că mulți au această credință referitoare la o anumită ierarhie a scopurilor pentru societate, ei au, conștient sau nu, preferințe referitoare la ceea ce cred că ar trebui să fie „obiective” ale societății, la a căror atingere politicile economice și sociale ar trebui să contribuie. Diversitatea preferințelor este foarte mare, astfel că, aparent, cu greu ar putea fi caracterizată în mod sintetic. Există însă un proces continuu prin care se relevă o structură mai puțin granulară a acelor preferințe, și anume cel

politic. Este probabil adecvat să presupunem că partidele care formează guvernul sunt trimise în parlament după percepția pe care majoritatea votanților o au despre compatibilitatea dintre preferințele lor individuale și cele ale politicianilor votați, referitoare la obiectivele și la ierarhia acestora, pe care politicile economice ar trebui să le promoveze. În Crum (2013), se arată că guvernele reflectă preferințele lor politice în proiectarea și implementarea politicilor economice prin importanța pe care o acordă obiectivelor referitoare la creștere economică, solidaritate socială și sustenabilitate. În măsura în care aceste preferințe politice ale guvernelor reflectă, așa cum am presupus, o structurare a preferințelor majorității celor care au votat, atunci este de asemenea de presupus că importanța acordată creșterii, solidarității și sustenabilității nu este în directă conexiune cu circumstanțele economice prezente și anticipate, ci cu preferințele din societate referitoare la acele obiective.

În concluzie, aceste preferințe existente în societate referitoare la „obiectivele” privind creșterea, solidaritatea și sustenabilitatea interferează cu ordinea spontană prin intermediul politicilor economice. Interpretate din perspectiva ordinii pieței, vedem că obiectivele menționate (creștere, solidaritate și sustenabilitate) nu sunt obiective ale ordinii, ci ale politicilor economice. Dintre cele trei obiective, singurul care în natură este mai degrabă o necesitate obiectivă, adică un principiu general, decât un scop particular, este sustenabilitatea. Nimeni nu dorește sustenabilitatea politicilor în același fel în care dorește accelerarea creșterii economice sau solidaritatea socială.

Să luăm pe rând fiecare dintre cele trei scopuri prin prisma ordinii pieței. Creșterea economică nu este altceva decât efortul economic individual, la care m-am referit anterior, de a aloca mijloace pentru atingerea scopurilor ultime, care sunt întotdeauna non-economice. Când acest efort scade, creșterea economică încetinește și multe scopuri individuale nu mai pot fi atinse.

Sustenabilitatea înseamnă că politicile trebuie să fie în concordanță cu legitățile care guvernează creșterea (eforturile economice individuale), adică, așa cum politicile nu trebuie să fie ghidate de „strădania pentru atingerea unor rezultate particulare” (Hayek, 1993, p. 114), tot așa ele nu trebuie să ducă la dezechilibre care să afecteze „strădania pentru acele multe scopuri diferite”. În cazul în care această din urmă strădanie este astfel afectată, piața va corecta dezechilibrele prin reducerea eforturilor individuale de alocare a mijloacelor pentru scopurile aflate în competiție. Chiar dacă nu știu acest lucru, cei care au preferințe pentru sustenabilitate preferă de fapt politicile care au ca scop prezervarea ordinii abstracte a pieței, adică acea ordine care crește șansele fiecăruia cât se poate de mult. Acesta este singurul bun comun spre prezervarea căruia trebuie să țintească orice politică (vezi Hayek, 1993, Vol. 2, pp. 114-115).

În fine, solidaritatea socială este un obiectiv care nu are reflectare în ordinea pieței dacă este înțeleasă ca „unitate în realizarea obiectivelor comune știute” la nivelul societății (Hayek, Vol. 2, p. 111). Așa cum voi arăta imediat, acest „obiectiv” joacă totuși un rol important în distorsionarea preferințelor.

Cele trei obiective au coeficienți de importanță care, deși sunt acordați de guverne, rezultă, fără ca acesta să fie un scop, la intersecția a foarte multe preferințe individuale referitoare la obiectivele pe care ar trebui să le urmărească politicile economice. Un coeficient prea mic pentru unul (sau două) dintre cele trei obiective arată o deplasare a structurii de preferințe în favoarea celorlalte (sau celuiilalt) obiectiv. Astfel, fiecare țară are o anumită structură specifică a preferințelor referitoare la cele trei obiective, care poate fi deplasată sau nu către unul dintre obiective. Această deplasare se reflectă în gradul de reglementare a economiei și în gradul în care politicienii decid să intervină în administrarea economiei, alterând ordinea spontană. Important este că această structură reflectă preferințe adânci și complexe, care acționează ca un filtru prin care trebuie să treacă cerințele obiective formulate de piețe referitor la competitivitate în încercarea de a ajunge să fie reflectate în parametrii politicilor (macro)economice. Aceste preferințe nu se pot schimba într-o perioadă scurtă de timp.

O formă particulară de cerințe obiective ale piețelor se referă la criteriile de sustenabilitate pe care trebuie să le îndeplinească politicile macroeconomice pentru a atinge țintele pe care le au (de inflație sau de deficit). Dacă acest filtru este deplasat în favoarea solidarității și a creșterii economice, atunci șansele ca politicile să fie sustenabile scad și, mai devreme sau mai târziu, apar dezechilibre pe care piețele le elimină în mod brutal la momente impredictibile. Pentru a evita ca politicile monetare și fiscale să sfârșească prin a reflecta deplasarea împotriva cerințelor piețelor pentru competitivitate în general și, în mod particular, împotriva sustenabilității, societatea a înlocuit discreția din proiectarea și implementarea politicilor macroeconomice cu reguli generale, care să asigure că în societate scopurile particulare multiple vor fi realizate în funcție de eforturile individuale care se fac pentru realizarea lor.

Totuși, acele reguli generale care au înlocuit discreționarismul intră adeseori sub presiune politică atunci când apar situații dificile, și tendința este de a fi suspendate temporar, în favoarea unor politici discreționare, și de a se uita că abaterea de la ele nu trebuie să ducă la alterarea ordinii spontane. Dar multe dintre propunerile pe care le-am văzut, în special de la economiști cu vederi politice progresiste, au ținut exact la folosirea motivului pandemiei pentru a schimba structura economiei în favoarea anumitor scopuri particulare. În Croitoru (2020b) am arătat că ceea ce trebuia făcut era să se utilizeze politicile exact pentru prezervarea vechii structuri a economiei, nu pentru inventarea uneia noi, nevalidată de piață. În general, politica fiscală a promovat criteriile generale pentru a direcționa subvențiile sale în timpul pandemiei și nu scopuri particulare ale vreunei industrii. De aceea, politica monetară nu a avut un motiv pentru a nu facilita finanțarea unor cheltuieli publice care au fost crescute urmând reguli generale compatibile cu ordinea pieței în timpul pandemiei. În concluzie, colaborarea dintre politica fiscală și cea monetară în timpul pandemiei a fost una ținând la sustenabilitatea politicilor și la evitarea unei interferențe brutale cu ordinea spontană.

4. Politicile trebuie să fie sustenabile

Având în vedere clarificările făcute mai sus, revin la criticile la care m-am referit la început cu privire la magnitudinea insuficientă a măsurilor de politică monetară și de politică fiscală ca răspuns la șocul generat de pandemie. În primul rând trebuie subliniat că fondarea acelor critici pe criteriul imitației politicilor din țări dezvoltate pare să indice că în România structura preferințelor față de cele trei obiective (creștere, solidaritate și sustenabilitate) este deplasată în defavoarea sustenabilității. Mai mult, dacă ținem cont că sustenabilitatea, după cum am arătat ceva mai devreme, este doar o formă particulară a cerințelor piețelor pentru competitivitate, putem spune că structura pare să fie opacă față de aceste cerințe în general. La o analiză atentă, ideea de a imita în România magnitudinea ajustărilor monetare și fiscale făcute de țări dezvoltate este neacceptabilă pentru că starea cererii, așa cum este indicată de nivelurile ratei naturale reale a dobânzii și de anticipațiile inflaționiste, este într-o poziție mult mai bună.

În al doilea rând, o altă linie de a respinge ca nefondate criticile referitoare la insuficienta intervenție în timpul pandemiei ar fi aceea de a argumenta de ce BNR nu a redus rata dobânzii la zero, adică de ce nu a redus rata dobânzii cu 250 de puncte de bază, cum au cerut unii analiști, ci cu doar 75 de puncte de bază; sau de ce BNR nu a cumpărat pe piața secundară un volum mai mare de titluri de stat; ori de ce nu au putut fi crescute cheltuielile bugetare cu mai mult decât au crescut. Această abordare ar abate atenția de la linia de argumentație adoptată în acest articol, focalizată mai mult pe concepte și principii decât pe estimări care, prin însăși natura lor, nu pot scăpa de incertitudine.

În schimb, pentru că mulți critici au considerat că ajustările monetare și fiscale din România ca răspuns la șocul determinat de pandemie au fost insuficiente, preferăm să utilizăm chiar acest adjectiv ce implică subiectivitate pentru a arăta că măsurile nu au fost insuficiente. Adjectivul insuficient are asociată mult mai puțină incertitudine pentru că implică existența unui criteriu ce ne permite să spunem, în plan logic, fără a aștepta trecerea timpului pentru a vedea un rezultat, dacă măsurile au fost insuficiente sau nu. Suficiente ar fi acele ajustări care în mod concomitent ar limita scăderea producției la un anumit nivel dorit și, în același timp, ar lăsa dezechilibrele astfel produse la un nivel sustenabil.

Ideal ar fi să putem face relaxări monetare și fiscale care să elimine recesiunea înainte ca dezechilibrele produse (deficite bugetare și inflație) să devină nesustenabile. Cu toate acestea, cele mai dezvoltate țări au anunțat măsurile extraordinare pe care criticii măsurilor monetare și fiscale din România le doreau imitate (reducerea ratei dobânzii la zero, relaxări cantitative, „bani din elicopter” etc.), dar au anunțat că, cu toate acestea, recesiunea va fi foarte profundă.

De ce guvernele sau băncile centrale ale căror măsuri ar fi fost bine să le imităm nu au intervenit ele însele suficient de mult pentru ca pandemia să nu poată provoca o recesiune? Sau, ce constrângere a acționat pentru a limita magnitudinea ajustării în acele țări?

Răspunsul la această întrebare este acela că dacă șocul este puternic nicio țară nu are resursele pentru a evita recesiunea. Totuși, dacă în încercarea iluzorie de a evita recesiunea, autoritățile ar încerca să crească deficitele bugetare sau să reducă ratele dobânzilor dincolo de anumite limite, nu ar obține decât mai multă inflație, o depreciere nedorită a monedei și o reducere a credibilității politicilor. Cu alte cuvinte, măsurile ar fi nesustenabile. Mai întâi, pentru a-și finanța un deficit mărit, guvernul ar trebui să se împrumute, ceea ce ar face ca unele investiții private să nu mai poată fi finanțate cu credit. Să admitem însă că pandemia a redus cererea pentru credit a sectorului privat. Chiar și așa, dacă încrederea a scăzut și băncile nu doresc să cumpere titluri de stat, deficitul prea mare nu ar putea fi finanțat fără intervenția băncii centrale pe piața secundară de titluri, astfel ca, totuși, guvernul să-și poată finanța cheltuielile mărite. Dacă deficitul este prea mare, banca centrală ar injecta prea multă lichiditate pe piață, ceea ce ar conduce la inflație și la deprecierea monedei. Inflația și deprecierea au efecte negative pentru cei care au datorii în valută, dar câștigă în lei, sau pentru cei care au economii în lei, indiferent că sunt persoane fizice, bănci sau guverne.

Cu alte cuvinte, răspunsul la întrebarea de ce nu au intervenit suficient țările dezvoltate pentru a evita recesiunea este acela că există un spațiu foarte limitat pentru un compromis între stabilitate și creștere economică. Când acest spațiu este depășit nu se mai obține nici creștere economică, nici stabilitate macroeconomică. A imita măsurile sustenabile pe care le-au luat țările dezvoltate ar putea duce la o depășire inimaginabil de mare a acestui spațiu în România. După depășirea acelei granițe care demarchează sustenabilitatea nu există decât costuri, care sunt cu atât mai mari cu cât este mai mare depășirea spațiului disponibil pentru compromis. BNR și guvernul au rezistat bine presiunilor populiste, fiind, prin fișa postului, datoare să dea atenție și sustenabilității, pe care o neglijează cei care doresc imitarea cantitativă a măsurilor derulate în țările dezvoltate.

Având clarificat modul în care se raportează politicile macroeconomice la creștere și sustenabilitate în timpul unui șoc, rămâne să înțelegem ce rol joacă solidaritatea în acest proces. Din moment ce ordinea pieței este, așa cum am reamintit citându-l pe Hayek, singurul bun comun (a nu se confunda cu bunul public) într-o societate liberă, orice altă referire la solidaritate ce implică un acord la nivel social asupra unei anumite ierarhii de scopuri bine precizate este imposibilă. Dacă totuși o astfel de ierarhie ar apărea, atunci am ști sigur că societatea nu mai este liberă și ordinea pieței nu mai este prezentă. Dacă vorbim însă de o economie liberă, cum este economia românească, atunci solidaritatea la nivelul societății poate fi înțeleasă în legătură cu orice efort necesar pentru a prezerva bunul comun numit „ordinea pieței”.

De aceea am spus într-un alt articol că ideea unei taxe de solidaritate în timpul pandemiei este lipsită de conținut. Singurul mod în care ar avea un conținut ar fi atunci când o astfel de taxă ar fi un mijloc de a finanța acțiunile care contribuie la menținerea regulilor generale (vezi explicațiile date de Hayek, 1993, Vol. 2, pp. 114-115), pe care se bazează ordinea pieței, în contrast cu o ierarhie de scopuri. Cuvântul solidaritate este un cuvânt ce provoacă multe emoții capabile să suprime luciditatea, nu numai la noi, ci și în alte țări. Mai mult, câteodată, solidaritatea este confundată cu un alt

concept lipsit de conținut într-o societate liberă, și anume justiție socială sau justiție distributivă.

Solidaritatea nu ar trebui să fie obiect al politicilor economice deoarece ordinea pieței produce permanent o solidaritate care nu poate fi obținută prin alte modalități: „faptul că noi ajutăm la realizarea scopurilor altor oameni fără să le împărtășim sau chiar să le știm, și doar pentru ca noi să ne realizăm propriile scopuri, este sursa forței Marii Societăți („Great Society”)” (Hayek, 1993, Vol. 2, p. 110). Dacă în numele solidarității, înțelegem ca ierarhie de scopuri concrete comune pentru societate, criteriul sustenabilității politicilor este minimizat sau neglijat, piața va corecta dezechilibrele care se fac în numele solidarității în mod brutal. Mult mai profund, dacă acest criteriu al solidarității înțelegem ca ierarhie de scopuri la nivel social împiedică cerințele piețelor referitoare la competitivitate să ajungă în parametrii politicilor economice, adică perturbă ordinea pieței, atunci adevărata solidaritate conținută în ordinea spontană va scădea.

5. Dificultățile din prezent vin de la politicile din trecut

În această secțiune intenționez să arăt că ceea ce a restricționat cel mai mult capacitatea politicilor macroeconomice de a stimula economia în perioada pandemiei au fost măsurile de politică fiscală promovate în câțiva ani premergători crizei provocate de pandemie. Ca în întreaga perioadă după 1990, și în perioada de câțiva ani ce a precedat șocul pandemiei politica fiscală a fost condusă fără a se respecta un set de principii coerente între ele, ceea ce a făcut ca, în cea mai mare parte a timpului, politica fiscală să nu fie în poziția de a-și asuma în mod deliberat scopuri particulare utile societății, ci să fie nevoită să răspundă necesităților ce rezultau din acțiunile ei anterioare neghidate de principii.

Faptul că mă refer acum doar la politica fiscală nu înseamnă că politica monetară a fost întotdeauna condusă după reguli generale, fără a viza scopuri particulare, ci doar că de ani buni politica monetară este condusă urmându-se principii și reguli generale. În regimul țintirii inflației aceste reguli nu sunt numerice și nu privesc agregate. Până la adoptarea țintirii inflației, dar mai ales în perioada de început a tranziției, politica monetară a urmărit scopuri particulare. De exemplu, în primii ani ai tranziției, politica monetară a fost utilizată pentru a finanța activitatea din industrie și agricultură prin extinderea de credite direcționate către câteva bănci în scopul menționat. Totuși, această practică a fost treptat redusă până când independența BNR față de guvern a crescut începând cu 28 iunie 2004. Chiar dacă există aspecte în legătură cu care independența băncii centrale poate fi în continuare lărgită, ea este totuși în prezent suficient de mare pentru a limita puterea guvernului asupra utilizării banilor (care este un principiu, nu un scop particular).

În general, când guvernele au avut o putere mare asupra utilizării banilor (începând încă din timpul celui de-Al doilea Război Mondial și până târziu în anii 1970), acestea au determinat băncile centrale, cărora le-au cedat monopolul asupra emisiunii de bani, să adopte scopul particular ar finanțării deficitelor bugetare, au produs restricții împotriva libertăților (nu numai ale celor monetare), au crescut accelerat în dimensiune și au produs mai mult șomaj pe termen lung exact pentru că apela la creșterea inflației pentru a reduce șomajul pe termen scurt. În istorie, au existat două perioade când puterea guvernelor rezultată din monopol asupra banilor a fost limitată: perioada standardului aur, când influența guvernelor asupra banilor a fost redusă printr-un mecanism automat (eficient în perioada 1873-1913 și mai puțin eficient între 1921-1933), și perioada recentă, când puterea guvernelor asupra banilor a fost redusă prin independența care a fost acordată băncilor centrale în utilizarea instrumentelor de politică monetară, care a coincis în mare măsură cu perioada țintirii inflației.

În prezent, independența băncii centrale este din nou pusă în discuție, în special pe baza faptului că în multe țări inflația este redusă și că independența față de înclinația politicianilor de a produce inflație (inconsistența de timp, cum este numită de economiști) este caducă. Totuși, această situație în care ratele de inflație și de dobânzi nominale sunt scăzute poate fi privită ca temporară, neputând constitui o justificare credibilă pentru care politica monetară ar trebui să reintre sub controlul guvernelor. În plus, pe lângă motivul inconsistenței în timp, există alte motive tehnice (lucruri pe care guvernele și parlamentele nu le pot face pentru a stabili inflația) pentru care societatea are nevoie ca banca centrală să rămână independentă (Bernanke, 2017; Isărescu, 2019).

În România, politica fiscală nu a fost și nu este nici în prezent protejată împotriva unei conduceri discreționare, fără a utiliza principii coerente între ele, la fel de bine cum este politica monetară. Pentru a elimina de la început orice confuzie, trebuie să fac două precizări. Prima este aceea că un guvern are dreptul de a stabili obiectivele sale pentru care dorește să guverneze. Bunurile și serviciile pe care guvernul le furnizează sunt bunuri publice și sarcinile pe care și le asumă un guvern sunt, prin definiție, să atingă scopuri particulare. Totuși, pentru a furniza în mod sustenabil bunurile și serviciile publice pentru care este promovată, politica fiscală trebuie să respecte reguli generale de conduită care reflectă un set de principii coerente.

A doua precizare se referă la însăși ideea de principii și de reguli. Nu se poate spune că politica fiscală din România nu a urmat, în anumite perioade, reguli sau principii coerente. De exemplu, în toate acordurile cu Fondul Monetar Internațional (FMI), au fost impuse reguli de ajustare fiscală. Apoi, din 2007, România a devenit membră a Uniunii Europene și a trebuit să respecte regulile fiscale aplicabile. Mai recent, un set de principii și de reguli numerice au fost înscrise în Legea responsabilității fiscale sau în alte legi interne. Totuși, experiența arată că aceste reguli au fost respectate pe baze ocazionale, în funcție de constrângeri economice și de concepții politice. Regulile din acordurile cu FMI au fost respectate doar până când au fost obținute fondurile care eliminau constrângerea de finanțare care generaseră necesitatea acordurilor.

Principiile și regulile fiscale numerice din legi interne sau din legi ale Uniunii Europene au fost respectate tot cu intermitențe. De exemplu, evoluția fiscală a fost bună în perioada 2009-2015, când regula referitoare la deficitul structural bugetar pe termen mediu a fost respectată. Totuși, în perioada 2016-2019, aceeași legislație a fost ocolită, și deficitul bugetar a depășit limitele din reguli, arătând că factori politici, culturali, educaționali și morali joacă un rol mai puternic în conducerea politicilor fiscale decât regulile fiscale numerice. Pentru a mă exprima în termenii propuși în secțiunea anterioară referitor la preferințe, probabil că aderența la reguli numerice este mai greu de realizat atunci când structura preferințelor este deplasată în favoarea creșterii economice și a solidarității.

Această preocupare pentru reguli fiscale numerice a crescut în întreaga lume după criza din 2008, deși reguli numerice se practicau încă de după cel de-Al Doilea Război Mondial în Germania, Japonia, Italia și Olanda, care aveau în programele lor de stabilizare reguli referitoare la nivelul deficitului bugetar. Treptat, alte țări au introdus reguli fiscale numerice, mai ales în anii 1990, pentru a limita tendința de creștere a datoriilor apărută în anii 1970 și 1980 și pentru a prezerva progresele acolo unde s-au înregistrat. Criza din 2008 a accelerat adoptarea de astfel de reguli numerice la nivel național și supranațional, cele la nivel național fiind în majoritate (FMI, 2009). În prezent, dintre țările membre ale FMI, sunt peste 80 de țări care au astfel de reguli naționale sau supranaționale referitoare la politica fiscală a guvernelor la nivel central, de la numai 7 în 1990 (pentru toate aceste evoluții și pentru detalii pe țări privind regulile vezi FMI, 2009; Schaechter *et al.*, 2012; Budina *et al.*, 2012).

Toate aceste reguli numerice au ajutat la o anumită disciplină a politicilor fiscale (FMI, 2009; Schaechter *et al.*, 2012), dar suferă în principal de la faptul că sunt reguli instituite dintr-o perspectivă raționalist constructivistă. Ele nu sunt formulate pornind de la participanții la procesul democratic, de la structura stimulentei care îi face pe politicieni să propună diverse programe electorale/de guvernare și pe votanți să voteze mai ușor programele care duc la creșterea cheltuielilor, decât pe cele care sunt mai prudente. Regulile sunt formulate ca sarcini numerice impuse mai mult sau mai puțin arbitrar asupra unor agregate: cheltuieli bugetare, venituri bugetare, deficite bugetare sau datorii publice ca procent din PIB. Ele nu se referă la structurile acestor agregate. Ca orice agregat, și cele patru agregate menționate ascund mecanisme de schimbare. Hayek (1931) a spus că „agregatele domnului Keynes ascund cele mai multe mecanisme profunde ale schimbării” în încercarea de a sublinia că noțiunea de echilibru macroeconomic nu poate avea alt conținut decât cel pe care i-l dau relațiile microeconomice care, în acest fel, sunt fondatoare (Garrison, 2007). În același sens, cele patru agregate menționate ascund fundațiile „micro” economice, politice, culturale și sociale ale procesului de aderare la reguli ale unei societăți.

Având aceste precizări făcute, afirmația de mai sus „în România politica fiscală nu a fost și nu este nici în prezent protejată împotriva unei conduceri discreționare, fără a utiliza principii coerente între ele” are în vedere că principiul general care asigură o sănătate solidă a finanțelor publice este acela formulat de Hayek, și anume că ceea ce plătești prin impozite ar trebui să primești înapoi în bunuri și servicii. De aici rezultă că ar trebui să existe un set de principii care să asigure că orice cheltuială pe care o aprobă un votant are un corespondent similar predeterminat în partea de impozite

pe care votantul o plătește, fără a exista posibilitatea ca el să aprobe cheltuieli despre care știe că vor fi plătite de alții în locul lui (Hayek, 1993, Vol. 3, pp. 51-54). Dacă acest principiu este recunoscut în practică, atunci cheltuielile publice nu pot crește cu mult peste limita pe care o instituie veniturile din impozite. Orice votant care știe că trebuie să plătească pentru serviciile pe care le primește de la guvern va fi de acord numai cu acel volum de cheltuieli pe care știe că îl poate susține. În consecință, principiul acesta este menit să asigure responsabilitatea fiscală individuală. Aceasta înseamnă că scopurile (cheltuielile) sunt adaptate la mijloace (impozite).

Dacă în societate operează un set de criterii generale coerente între ele care asigură responsabilitatea fiscală și sistemul fiscal este echipat corect cu mijloacele de menținere a evaziunii la un nivel minim, atunci, pe un orizont de timp suficient de lung, ponderea veniturilor bugetare în PIB ar trebui să reflecte volumul total de servicii pe care cetățenii doresc să-l plătească. Odată stabilit acest volum, guvernul poate dezvolta politici care să atingă scopurile particulare pentru care a câștigat alegerile, în general în limita acelui volum.

Totuși, rareori există în practică reguli clare care să poată fi utilizate pentru a stabili ce contribuție are fiecare votant la cheltuielile pe care le aprobă. Dimpotrivă, în procesul de vot (nu în cel tehnic de proiectare și aprobare anuală a unui buget public), mai întâi se aprobă cheltuielile prevăzute într-un program de guvernare, cu convingerea că până la urmă se vor identifica și mijloacele, adică veniturile și cei care vor plăti. Când principiul menționat nu este aplicat, vorbim de un proces cu caracter mai degrabă oportunist, în care aprobarea cheltuielilor nu depinde de costuri, mijloacele urmând să fie identificate. Hayek a arătat că, în final, acest proces conduce la o situație în care cel mai ieftin mod de a plăti pentru serviciile publice pe care cineva le dorește este „o atitudine generală care privește presiunea politică” (Hayek, 1993, p. 52) pentru identificarea mijloacelor. Evident, fără principii, majoritățile parlamentare vor răspunde acestei presiuni prin favorizarea celor de la care au primit sprijinul politic, pe cheltuiala tuturor celorlalți. După cum voi arăta în paragraful următor, această teorie descrie perfect ceea ce s-a întâmplat în România în ultimii 30 de ani.

Knut Wicksell (1896) a avertizat încă de acum aproape 125 de ani că nu există nicio garanție că societățile democratice au capacitatea de a impune un mecanism care să împiedice ca o majoritate parlamentară să poată promova cheltuieli iresponsabile în sensul definit aici. El a spus că masele sărace pot „să impună grosul tuturor impozitelor asupra bogaților și, în același timp, să fie așa iresponsabile și extravagante în aprobarea cheltuielilor publice la care ele însele contribuie”. În această frază cuvântul „iresponsabile” desemnează că unele cheltuieli sunt aprobate fără a exista responsabilitatea ca fiecare să plătească proporțional pentru ele prin impozite. Expresia „să impună grosul tuturor impozitelor asupra bogaților” arată cine plătește pentru „comanda” făcută de alții. Avertismentul că societatea își poate face o preocupare din a identifica cine să plătească pentru comanda altora are aproape 210 ani și a fost făcut de Benjamin Constant (1810, p. 198), care vorbește de „impozite îndreptate doar împotriva celor bogați”. În fine, cuvântul „extravagante” din textul lui Wicksell arată două lucruri: lipsa preocupării pentru costul „comenzii” făcute pe cheltuiala altora și, în consecință, rolul primordial pe care îl pot căpăta cheltuielile în raport cu veniturile bugetare, acestea din urmă fiind crescute pentru a acomoda expansiunea cheltuielilor.

Hayek (1993, Vol. 3, pp. 51-54) a arătat că toate acele caracteristici evidențiate mai sus sunt prezente în democrațiile moderne: oamenii nu au de la început stabilite principii care să precizeze cu cât contribuie fiecare la finanțarea unei cheltuieli pe care o votează și că nimeni nu poate „comanda” nimic pe cheltuiala altuia; cheltuielile publice sunt stabilite doar cu o minimă preocupare referitoare la costuri; și, în fine, metodele de impozitare joacă un rol mic în inspectarea („check”) cheltuielilor, scopurile (cheltuielile bugetare) fiind predominante în relația cu mijloacele (veniturile bugetare), deși principiul corect referitor la o regulă generală care să arate cât trebuie să plătească fiecare votant pentru creșterea de cheltuieli pe care o aprobă înseamnă ca obiectivele să fie adaptate la mijloacele disponibile. Acest principiu este surprins de poporul român prin zicătoarea „te întinzi cât îți este plapuma”. În mod particular, impozitarea progresivă este o metodă de a încuraja creșterea cheltuielilor pe banii altora și o formă de a admite principiul greșit că „orice majoritate are dreptul de a impozita minorități în concordanță cu reguli care nu se aplică primei menționate” (Hayek, 1993, Vol. 3, p. 52).

Într-adevăr, impozitul progresiv nu reprezintă o singură regulă generală aplicabilă tuturor contribuabililor, ci un set de reguli diferite pentru diferite clase de venituri, care stabilește cine plătește pentru cheltuielile altora, introduce o înclinație în societate spre creșterea cheltuielilor și induce la adaptarea impozitelor la creșterea cheltuielilor, ducând la creșterea veniturilor bugetare peste nivelul acceptabil la nivel individual, dacă regula ar fi unică. Similar, dacă o majoritate poate stabili că o minoritate poate primi beneficii conform unor reguli care nu se aplică majorității (cum sunt pensiile acordate fără a utiliza principiul contributivității, de exemplu pensiile speciale), atunci se vor colecta mai puține impozite decât ar dori să plătească fiecare în condițiile în care regula ar fi generală.

Referitor la pensii, introducerea principiului că odată stabilit nivelul beneficiului (pensiei) acesta nu mai poate fi redus pentru că este un drept câștigat este profund eronat. El intră în contradicție cu principiul din care rezultă că scopurile (cheltuielile) trebuie adaptate la mijloace (impozite) și încurajează „comenzile” pe cheltuiala altuia. Pensia și locuința sunt foarte similare. Într-o societate liberă, nimeni niciodată nu este proprietar pe valoarea casei, care depinde de vânzările și cumpărările de case ale celorlalți membri ai societății (Hoppe și Block, 2002). Dacă dreptul de proprietate ar fi asupra valorii locuinței, ceilalți nu ar mai fi liberi să vândă și să cumpere. Similar, dreptul de a primi o pensie din sistemul public care este de tipul *pay as you go* nu garantează valoarea pensiei, întrucât ar încălca libertatea celor care finanțează fondul public de pensii de a stabili cât vor să plătească pentru pensii.

6. Politica fiscală fără principii

Tipul de raționalism utilizat în România pentru a concepe și implementa politica fiscală a fost cel pragmatic, adică cel care desconsideră principiile generale și favorizează abordările oportuniste. În general, principiile care au fost desconsiderate sau foarte adesea încălcate se referă la sustenabilitatea politicilor, la alocarea

investițiilor publice pe criteriul cost/beneficiu, la stabilirea pensiilor în funcție de contribuția efectivă la sistemul public de pensii, la responsabilitatea fiscală individuală (din care derivă necesitatea ca obiectivele (cheltuielile) să se adapteze la mijloace (impozite), ceea ce nu este echivalent cu Legea responsabilității fiscale), la predictibilitate etc.

Principiile se relevă întotdeauna, chiar dacă cei care acționează cred că nu utilizează niciun principiu, ci doar răspund necesităților momentului. *Ex post* apare că, în România, structura impozitelor și structura cheltuielilor au fost întotdeauna proiectate pentru a acomoda necesități ale momentului. Cu alte cuvinte, principiul *de facto* a fost acela de a nu adera la principii generale coerente între ele. După cum voi arăta mai jos, acesta este principalul motiv pentru care veniturile bugetare ca procent din PIB nu au fost niciodată în linie cu cele dorite de cei care au proiectat politicile utilizând ceea ce ei numesc cu mândrie pragmatism (răspunsul la necesități stingente, care apar cel mai frecvent chiar din cauza adoptării de măsuri fără a utiliza principii).

În timp ce nu este scopul meu să fac o identificare retrospectivă a acelor măsuri neghidate de principii, pot da totuși două exemple, așa cum am dat și în cazul politicii monetare, care să ajute la mai buna înțelegere a consecințelor măsurilor oportuniste. Un exemplu în care mijloacele sunt adaptate la cheltuieli, și nu invers, este acela practicat până prin anul 2010, în care, pentru a se adapta la o recesiune, guvernele au decis să prezerve starea sectorului public (ocuparea și nivelul salariilor) și să transfere povara ajustărilor aproape în totalitate asupra sectorului privat, în special asupra sectorului firmelor. A fost întotdeauna convenabil pentru guverne să prezerve ocuparea și să evite reducerea cheltuielilor cu personalul din sectorul bugetar, chiar și în perioade dificile, când guvernele aveau nevoie să reducă deficitul bugetar, având în vedere numărul mare al votanților din acest sector, indiferent că sunt angajați în sectorul public, pensionari, șomeri, asistați social sau alte persoane care au un statut ce îi face dependenți de redistribuire. Desigur, în sectorul privat sunt mai mulți votanți, dar acolo deciziile referitoare la ocupare și salarii sunt private și nu pot fi asociate direct cu guvernul.

Transmiterea poverii ajustării în sectorul firmelor prin creșterea impozitelor s-a lovit însă de o problemă de fond, care pornea de la abordarea „pragmatică” a trecerii la democrație și la economia de piață. Problema era că în sectorul firmelor competitivitatea a fost relativ redusă pentru o lungă perioadă de timp, una dintre cauzele de fond responsabile pentru această situație fiind însăși renunțarea la principiile generale în favoarea scopurilor particulare în procesul de reformă a mediului de afaceri. Încă din 1990, de când economia noastră a început să facă reforme pentru a deveni o economie de piață, cei care au dat atenție modului în care a fost condus procesul au observat două caracteristici: (i) reformele erau de tipul „stop-go”, și (ii) reformele au avut un caracter foarte gradual. Criticile au venit de la comparația cu alte țări, de exemplu cu Polonia, care a avut o abordare mult mai rapidă a reformelor. Cu toate acestea, prea puțini au observat că nu gradualismul era principala problemă, ci lipsa coerenței dintre diverșii pași care se făceau.

Fiecare pas era presupus a conduce la un rezultat bine cunoscut, adică economia de piață, în care ordinea spontană a pieței avea să domine. Cu toate acestea, la o

privire atentă, pașii care se făceau nu erau ghidați de un set de principii coerente între ele din perspectiva ordinii spontane, ci de scopuri particulare. Procesul, chiar și gradual cum a fost, ar fi mers mult mai bine dacă se respecta filozofia hayekiană, adică dacă s-ar fi elaborat în mod consecvent legi generale, care evitau să indice vreun scop particular, dar care ar fi trebuit să genereze condițiile pentru a maximiza posibilitățile fiecăruia de a utiliza cunoașterea de care dispunea pentru a-și îndeplini obiectivele. Totuși, în câte o lege cu caracter general din acest punct de vedere se strecura vreun „mic amănunt” care, în anumite circumstanțe, permitea trecerea la un scop particular. Un „amănunt” de acest fel se referă la clarificarea drepturilor de proprietate. Deși se promova libertatea proprietății private în Constituție, alte legi întârziu să clarifice drepturile de proprietate. Asemenea restricții au frânat creșterea libertății economice în România pentru o lungă perioadă și au generat condițiile pentru creșterea corupției. Clarificarea de la început a drepturilor de proprietate ar fi însemnat că foarte multe alte scopuri particulare promovate prin diverse legi (prevederi cu dedicație, cum se spune popular) nu s-ar fi putut realiza.

Neclaritatea drepturilor de proprietate și corupția au fost principalele cauze pentru care competitivitatea firmelor a rămas relativ redusă. În aceste condiții, fixarea obiectivului neprincipial al prezervării stării sectorului public prin creșterea impozitelor asupra întreprinderilor a generat în economia românească o serie de cercuri vicioase (Croitoru și Târhoacă, 1999; Croitoru, 2017): firmele au amânat eforturile de creștere a competitivității, știind că orice venit sau profit suplimentar ar fi fost confiscat ulterior prin impozite. După ce au realizat că acumularea de rezerve poate fi impozitată sau, în cazul companiilor de stat, făcute venituri la bugetul public prin politica fiscală, firmele au început să ascundă profiturile; de câte ori a fost nevoie de reducerea deficitelor bugetare, dependența de redistribuire a foarte multor votanți a impus evitarea de către guverne a raționalizării cheltuielilor de personal, măsură finanțată tot prin creșterea impozitelor asupra firmelor; economia informală s-a extins cu ocazia fiecărei ajustări a deficitului bugetar prin creșterea impozitelor, firmele preferând să extindă operațiunile din zona „gri” a economiei, ceea ce a scăzut încasarea veniturilor la buget și a creat „necesitatea” unei noi creșteri a impozitelor s.a.m. d. Sursa cercurilor vicioase menționate a fost decizia guvernelor ca în loc să procedeze la o ajustare bazată pe responsabilitatea fiscală individuală a cheltuielilor publice curente (ceea ce înseamnă de fapt a utiliza principii) a căutat să finanțeze acele cheltuieli băgând mâna mai adânc în buzunarul altora.

Al doilea exemplu, mult mai faimos, dar la fel de dăunător a fost cel al numitei politici „wage-led growth”, practică din 2016 până în 2019. Teoria este, în esența ei, o teorie a înlăturării justiției redistributive, care pentru a demonstra că aceasta din urmă are conținut și poate fi atinsă, încalcă foarte multe principii, în special prudența fiscală, și promovează foarte multe iluzii, cum ar fi, de exemplu, posibilitatea controlului ratei dobânzii. O excelentă trecere în revistă a teoriei, cu referire la inconsistențele ei logice este prezentată în Boțel (2019).

Spre deosebire de politica transferării întregii poveri a ajustărilor asupra companiilor, prin impozite, politica „wage-led growth” a fost practică într-o perioadă de „boom” economic, adică atunci când economia nu avea nevoie de un stimul fiscal. În loc să aleagă principiul general al sustenabilității, guvernele din perioada respectivă au

ales să contribuie oportunist și nesustenabil la accelerarea creșterii economice într-o perioadă de „boom” economic, cu scopul iluzoriu al creșterii nivelului de trai. Politica a fost aceea de a crește salariile din sectorul bugetar concomitent cu reducerea unor impozite. Încălcarea principiului că scopurile (creșterea salariilor) trebuie adaptată la mijloace (veniturile bugetare) era flagrantă. Nu numai că nu a fost nicio adaptare a scopurilor la mijloace, ci a fost doar o sfidare a principiului general. Nu a fost deloc o întâmplare că politica „wage-led growth” a fost precedată și apoi acompaniată de ideea reintroducerii impozitării progresive. Discuția despre un astfel de impozit a alimentat iluzia votanților că alții vor plăti pentru creșterea salariilor pe care ei ar vota-o prin aducerea la putere a celor care au propus strategia. Aceeași strategie se aplică și în anul electoral 2020 de către cei care reînvie ideea impozitării progresive în contextul în care creșterea pensiilor cu 40 la sută ar aduce o creștere mare a cheltuielilor publice în conjunctura creată de pandemie, în care deficitul bugetar din anul acesta ar atinge 7-8 la sută din PIB, iar în lipsa unor măsuri de ajustare, deficitul bugetar ar trece probabil de 10 la sută din PIB în anul 2021.

Ideea de a spori nivelul de trai în mod direct prin politici de creștere a cheltuielilor și de reducere a unor impozite este foarte atractivă pentru că implică o ierarhie de scopuri concrete comune pentru societate, în vârful căreia nu poate fi decât creșterea nivelului de trai. Și socialismul a avut o astfel de ierarhie de scopuri care culminează cu creșterea nivelului de trai. Totuși, nivelul de trai depinde de ordinea pieței, astfel că politica de cheltuieli și impozite nu poate să țintească direct acest nivel fără a-l afecta negativ. Experiența socialismului este relevantă: exact pentru că a suspendat ordinea spontană într-un grad până aproape de suprimare, socialismul nu a reușit să crească nivelul de trai. Chiar dacă, începând cu anii 1970, ideile despre mijloacele ce ar trebui folosite pentru a atinge obiectivele referitoare la egalitate și solidaritate s-au modernizat și au renunțat la confiscarea mijloacelor de producție în favoarea justiției redistributive (sau sociale, cum mai este denumită), principiul este același: o masivă interferență cu ordinea spontană. Ceea ce pot face guvernele nu este să încerce să cheltuiască cât mai mult pentru a atinge obiective intangibile ca egalitate și solidaritate, ci să creeze regulile generale care să permită cât mai multor activități individuale să-și atingă scopurile private, adică să minimizeze interferența cu ordinea pieței, care, lăsată să funcționeze, va produce rezultatul dorit.

Un alt scop al strategiei „wage-led growth”, dar subsidiar celui al creșterii economice, a fost introducerea unei mai mari echități între nivelurile salariilor din diverse sectoare bugetare. Pentru că în trecut s-au promovat legi salariale fără a urmări principiul echității orizontale, au apărut discrepanțe majore între salariile relativ mari din administrație și cele relativ mici din sănătate și educație. Prin politica „wage-led growth” s-a ținut la eliminarea discrepanțelor, dar fără a institui principii generale clare care să prevină apariția de astfel de discrepanțe în viitor și fără a respecta criteriul sustenabilității în procesul de atenuare a discrepanțelor. Fără acest criteriu, discrepanțele vor reapărea, făcând din nou necesară o corecție prin creșteri prea mari de salarii într-o perioadă prea scurtă, ceea ce va conduce din nou la eliminarea unor importante investiții publice și la apariția de deficite bugetare relativ mari.

Politica de a promova concomitent reducerea impozitelor și creșterea salariilor în perioada de „boom” economic a lărgit deficitele bugetare și a dus mai întâi la

stimularea cererii pentru importuri, lărgind dezechilibrul extern al României, și apoi la apariția presiunilor inflaționiste. Această politică a pus finanțele publice în imposibilitatea de a răspunde adecvat în cazul unui șoc, care a venit sub forma valului de infecții cu SARS-CoV-2, care a necesitat închiderea multor activități economice și sociale.

Aceeași filozofie păguboasă a pragmatismului a fost utilizată și în stabilirea sistemului public de pensii. Fiecare profesie relevantă pentru procesul politic a beneficiat de reguli particulare care au dus la serioase discrepanțe între diversele categorii de pensionari definite în raport cu categoriile ocupaționale din care au făcut parte și în raport cu momentul ieșirii la pensie. S-a ajuns la situația în care anumite sectoare bugetare nu plăteau contribuții de asigurări sociale, dar aveau pensii mai mari decât cei care plăteau. Această injustiție a generat tensiuni care au dus la adoptarea în 2009 a unei legi prin care s-a ținut aplicarea principiului general al contributivității, care a făcut ca pensia individuală să depindă de sumele plătite de fiecare în perioada vieții active. Acea lege a fost modificată relativ rapid, pentru a reintroduce excepții de la principiul contributivității, astfel apărând din nou unele sectoare bugetare cu așa-numitele pensii speciale. În plus, în total răspăr cu criteriul sustenabilității, pensiile sunt programate să crească cu 40 la sută începând din septembrie 2020.

În fine, sistemul de impozite este un alt exemplu că politica fiscală este o mixtură de măsuri puse împreună fără a fi ghidate de reguli generale. Pentru că scopul meu nu este o radiografie a acestui sistem, ci acela de a arăta că scopurile particulare pe care un guvern are dreptul să le propună nu pot fi atinse pe termen lung decât urmând principii și reguli generale, voi folosi doar un exemplu, și anume cel al cotei unice de impozitare a veniturilor personale. Aplicarea unei cote unice ar trebui să fie regula generală. Cu toate acestea, există foarte multe excepții de la regulă. Toate acele excepții reprezintă abateri de la principiul utilizat, prin care diverse grupuri sunt tratate total diferit. În cele din urmă, cu atâtea excepții, scopul regulii generale de a promova simplitatea, transparența și performanța sistemului și de a descuraja evaziunea fiscală și birocrăția a fost practic redus drastic.

7. Ce nu înțeleg cei ce vor creșterea impozitelor în 2021

Lipsa principiilor coerente în conducerea politicii fiscale după 1990 nu a fost accidentală, ci continuă, deși alte exemple au fost mai puțin vizibile decât cele amintite. Nu avem însă nevoie să știm toate acele cazuri în care principiile au fost abandonate, dacă analizăm modul în care a fost condusă tranziția spre economia de piață. Utilizarea preponderentă de măsuri neghidate de principii generale este dovedită de faptul că din timp în timp am avut nevoie de asistența de la FMI pentru a finanța deficitul contului curent, din care o mare parte se datora deficitului bugetar. Din 1990 și până în 2004 nu am dus la capăt niciunul din acele acorduri, una dintre cauze fiind pragmatismul politicii fiscale, adică abandonarea principiilor de către cei

care au aprobat-o. De cele mai multe ori, deficitele bugetare nu au putut fi menținute la nivelurile agreate pentru că, în recesiuni, în loc să adapteze cheltuielile la mijloace (venituri), politica fiscală a ales să evite ajustarea responsabilă (adică respectând principii) a cheltuielilor, după cum am arătat mai sus, și să o finanțeze din resursele firmelor, măbind impozitele. Politica fiscală a procedat similar și în perioadele când economia avea excedent de cerere. Ea a abandonat criteriul sustenabilității și a stimulat creșterea economică în perioade de „boom”, cu scopul reducerii decalajelor față de nivelul mediu de trai din Uniunea Europeană (UE). După cum s-a văzut, în 30 de ani, România nu a reușit să depășească poziția de țară aflată pe penultimul loc în UE la indicatorul PIB/locuitor.

Preocuparea pentru pragmatism a celor care au proiectat politica fiscală în trecut a fost principial greșită pentru că nu poți ajunge la rezultatele particulare dorite prin adoptarea de măsuri separate, neghidate de principii coerente, în care cel al sustenabilității joacă un rol important. În planul mult mai general al luării deciziilor în grup, «această viziune „realistă” care a dominat politica pentru atât de mult timp nu a produs rezultatele pe care avocații săi le-au dorit. În loc să realizeze un mai mare control asupra sorții noastre ne-am găsit în fapt mult mai angajați pe o pantă pe care nu am ales-o deliberat și am fost confrunțați cu „necesități inevitabile” ale unor noi acțiuni care, deși niciodată intenționate, sunt rezultatul a ceea ce am făcut noi» (Hayek, 1993, Vol. 1, p. 59).

Prin renunțarea la principii generale cei care au proiectat și implementat politica fiscală au ales, fără să-și dea seama de acest lucru, să proiecteze și să implementeze o serie de măsuri fiscale nu pentru că urmau o cale dorită, ci pentru că ajunseseră să fie nevoiți să reacționeze atunci când apăreau consecințe negative ale măsurilor lor neghidate de principii, dar seducător denumite „pragmatice”. Astfel, calea urmată nu a fost niciodată alta decât cea impusă de necesitatea de a corecta efectele negative ale măsurilor anterioare pe care chiar ei le-au susținut sau impus neurmând un set coerent de principii.

Așezați pe această cale pe care au inițiat-o prin pragmatism, dar pe care nu o pot controla exact pentru că nu urmează principii coerente, cei mai mulți analiști sunt uimiți că politica fiscală din România a generat două rezultate contrare celor dorite: a) a fost aproape tot timpul prociclică, astfel că nu a putut contribui la creșterea cererii agregate în recesiuni exact pentru că în timpul „boom”-urilor economice politica fiscală a avut ca scop particular stimularea creșterii economice; b) a condus la scăderea ponderii veniturilor fiscale ca procent în PIB.

Adeptii raționalismului pragmatic cred că ponderea relativ mică a veniturilor în PIB este rezultatul unei scăderi prea mari a ratelor de impozitare. Uităndu-se prin prisma raționalității pragmatice, adică a unei raționalități care nu pune preț pe principiile generale, ei nu înțeleg că rezultatul nedorit la care au ajuns este exact consecința faptului că aproape fiecare măsură pe care decidenții au luat-o pe baze pragmatice a intrat în contradicție cu principiile generale și a creat necesitatea pentru alte măsuri similare celor care le-au făcut necesare și care odată implementate au făcut imposibilă creșterea veniturilor bugetare ca procent în PIB.

Pandemia a readus în discuție soluțiile care ar trebui adoptate de politica fiscală pentru a menține deficitul la un nivel adecvat în cazul în care ar reapărea valuri succesive de îmbolnăviri. Mai mult, de la 1 septembrie 2020 pensiile ar trebui să crească cu 40 la sută în condițiile în care Comisia Europeană a declanșat procedura de deficit excesiv și a cerut adoptarea de măsuri de revenire sub nivelul de 3 la sută din PIB în 2022. Chiar și fără alte valuri ale pandemiei, o asemenea creștere a pensiilor ar fi sancționată de piețe dacă va conduce la deteriorarea deficitului bugetar.

Discuțiile referitoare la măsurile concrete ce ar putea readuce deficitul bugetar la niveluri sustenabile scot la iveală din nou raționalismul pragmatic, în care principiile lipsesc. Economiiștii și politicienii sunt divizați referitor la creșterea pensiilor cu 40 la sută, dar marea lor majoritate au în comun ideea că în ultimii 30 de ani veniturile bugetare ca procent în PIB au fost prea mici în raport cu cele din UE și, în consecință, ar trebui crescute. Ceea ce îi unește pe acești economiști și politicieni este practica de a încerca să adapteze mijloacele (cu „miezul” lor tare, impozitele) la scopuri (cheltuieli). În acest fel, ei continuă să neglijeze principiul general din care rezultă consecința ca scopurile să fie adaptate la venituri. Ignorarea acestui principiu este justificată prin pragmatism care, după cum am menționat, este o cauză majoră pentru care veniturile bugetare ca procent în PIB este redusă.

Aici trebuie făcută o distincție între principiul responsabilității individuale (care cere ca fiecare votant să plătească pentru creșterea cheltuielilor în acord cu o regulă dinainte stabilită), din care rezultă cerința ca scopurile să fie adaptate la mijloace, și principiul sustenabilității. Adaptarea cheltuielilor la impozite este esența sustenabilității. Totuși, în termenii pragmatismului, un anumit deficit bugetar este considerat sustenabil dacă asigură stabilizarea datoriei publice, ca procent în PIB, la un nivel considerat normal, indiferent dacă acel nivel al deficitului este atins prin adaptarea cheltuielilor la impozite sau, invers, prin adaptarea impozitelor la cheltuieli.

Dacă aceasta din urmă este calea, atunci în democrație cheltuielile ar fi permanent sub presiunea de a crește, ducând în final la două efecte, depinzând de calitatea bunurilor și serviciilor pe care o vor primi plătitorii de impozite. Dacă această calitate este slabă, atunci veniturile nu vor mai putea crește, așa cum se întâmplă în România, existând o permanentă presiune pentru creșterea deficitului bugetar. Dacă însă contribuabilul are satisfacția așteptată și simte că nu a plătit pentru cheltuielile altora, atunci deficitele ar putea rămâne sustenabile pentru o anumită perioadă, dar mărirea mereu crescândă a cheltuielilor exprimate ca procent în PIB și structura acestora ar putea interfera masiv cu ordinea pieței, care nu va mai putea furniza creșterea așteptată a nivelului de trai fără a fi evident că alterarea ordinii spontane este cauza de fond. Sustenabilitatea este compatibilă cu ordinea pieței numai dacă este obținută prin respectarea principiului că conform căruia cheltuielile trebuie adaptate la mijloace.

În general, dacă un guvern este minoritar și are o opoziție care dorește creșterea cheltuielilor, capacitatea acelui guvern de a controla cheltuielile este relativ redusă. În prezent, aceasta este situația în care se află guvernul României. Șansa sa de a-și crește capacitatea de a controla cheltuielile a fost relativ mare înainte de apariția pandemiei, când ar fi putut organiza alegeri anticipate pe care ar fi putut să le

câștigi și astfel să elimine rațiunile electorale din programarea cheltuielilor. Odată cu pierderea oportunității de a organiza alegeri anticipate, guvernul a pierdut mult din capacitatea de a ține în frâu cheltuielile, din moment ce opoziția deține majoritatea în Parlament. Pe lângă suportul pentru creșterea cu 40 la sută a punctului de pensie, opoziția poate introduce noi inițiative pentru creșterea altor cheltuieli. Prin strategia de a prezenta problema creșterii pensiilor ca pe o problemă de solidaritate, despre care am arătat că nu are un conținut concret, opoziția arată îndepărtarea sa de obiectivul/principiul sustenabilității. În final, creșterea pensiilor va fi luată înapoi prin alte mijloace.

Cei ce nu susțin creșterea pensiilor cu 40 la sută în condițiile în care deja deficitul bugetar ar putea ajunge la niveluri relativ înalte, dar susțin creșterea impozitelor, aderă doar parțial la principii. Ei aderă la principiul sustenabilității, dar, după cum am arătat mai sus, încearcă să rezolve problema încălcând principiul din care rezultă că scopurile (cheltuielile) trebuie adaptate la mijloace, nu invers, ceea ce va duce la creșterea cheltuielilor publice și la un conflict mărit cu ordinea pieței. În plus, este ca și când ei ar valida creșterile exagerate cu salariile din sectorul bugetar în perioada 2016-2019 prin creșterea impozitelor. Evident, ei vor fi întrebați de ce nu au în vedere o creștere a impozitelor suficient de mare pentru a acomoda și creșterea pensiilor cu 40 la sută. Ei nu pot răspunde la această întrebare. Mai mult, presupunând că pensiile nu vor fi crescute, creșterea impozitelor pentru a readuce deficitul bugetar sub 3 la sută în 2022 ar însemna încălcarea principiului care cere ca unei creșteri de impozite să îi corespundă o creștere a serviciilor oferite după o regulă generală prestabilă. În aceste condiții, chiar și acel deficit bugetar nu va fi sustenabil, căci contribuabilii vor realiza că plătesc mai mult fără să primească ceva în schimb.

În fine, unii nu doresc doar o creștere a impozitelor, ci o creștere a lor concomitent cu introducerea unei progresivități mai mult sau mai puțin accentuate. După cum am amintit deja, sistemul progresivității, care întotdeauna este prezentat de cei care îl susțin ca aducător de justiție distributivă (socială), stimulează consumul pe cheltuiala altora, motiv pentru care Benjamin Constant (1810, p. 198) îl considera inutil și periculos, iar Mises (2019, p. 750) arăta că încetinește economisirile, acumularea de capital și creșterea salariilor mai mult decât „un impozit per capita care se plătește în mod egal și uniform”. Este relativ ușor de înțeles că un astfel de impozit progresiv ar contribui la scăderea veniturilor bugetare pe termen mai lung. El va contribui mai întâi la creșterea cheltuielilor publice, deoarece încalcă principiul care face ca scopurile (cheltuielile) să fie adaptate la mijloace (impozite). Cei cu venituri relativ mici vor vota cu ușurință creșterea cheltuielilor din moment ce ei plătesc relativ puțin prin impozite. Totuși, va crește insatisfacția celor care vor plăti impozite mai mari fără a primi în schimb ceva echivalent. În final, după ce se va vedea că, așa cum a arătat Mises, salariile reale își vor încetini creșterea din cauza sistemului de impozitare progresivă, insatisfacția se va extinde și se va reflecta în faptul că impozitele plătite vor fi din nou relativ mici ca procent în PIB.

Cu o abordare raționalist-pragmatică, soluțiile nu vor duce decât temporar la o pantă dorită de ajustare, fiind necesară doar o scurtă perioadă de timp pentru ca panta efectivă să devină din nou una nealeasă deliberat, ci impusă de deciziile neghidate de principii generale. Creșterea impozitelor pentru a finanța un nivel al cheltuielilor

a căror structură se perpetuează prin ocolirea principiilor este o eroare. După cum am arătat, această abordare nu permite atingerea scopurilor particulare pentru care diversele guverne vin la putere, pentru că nu sunt ghidate de principii. Nivelul de impozitare dorit la nivel individual este mai mare dacă regulile ar fi generale, adică ar reflecta principii corecte și coerente între ele.

8. Concluzii

În acest studiu am analizat criticile aduse măsurilor de politică monetară și fiscală implementate ca răspuns la șocurile provocate de pandemia SARS-CoV-2. Am arătat că o caracteristică a acestor critici este aceea că nu se focalizează pe verificarea respectării de către politicile respective a unor principii generale, ci se concentrează pe comparații între politicile promovate în România și politicile din alte țări cu referire la paleta de instrumente utilizate și la magnitudinea ajustărilor.

Concluziile unor critici că politica monetară ar fi trebuit să apeleze și la unele instrumente neconvenționale, cum ar fi „banii din elicopter” sau relaxările cantitative, sunt în contradicție cu circumstanțele care fac necesară utilizarea unor astfel de instrumente. În esență, aceste circumstanțe se referă la precaritatea cererii (*gap* puternic negativ al producției), la plasarea sistematică a inflației sub nivelul dorit, la indisponibilitatea sau ineficiența altor instrumente de politică monetară (rata nominală a dobânzii este la zero sau legătura dintre rata dobânzii și cerere este slabă), la lipsa voinței politice de a crește datoria publică și, în fine, la existența unei forme de integrare a programului fiscal cu politica monetară, din care rezultă garanții reciproce referitoare la independența băncii centrale și la ireversibilitatea operațiunilor făcute de banca centrală în cadrul programului (Bernanke, 2016; Gali, 2014).

O examinare atentă arată că niciuna dintre circumstanțele menționate mai sus nu a fost prezentă în România pentru a face necesară apelarea la instrumentele neconvenționale. Concluzia mea este aceea că în loc să caute principiile după care să judece justetea tipului de instrumente folosite, criticii au procedat exact invers, și anume au pus în centru ideea de imitație a politicilor concepute și implementate de alte țări, în special țările dezvoltate. Politica imitației este prin natura ei o politică care în mod deliberat renunță la rațiune. Este politica de tip „animal spirit”. Băncile centrale nu pot avea această abordare. Independența de care se bucură le-a fost acordată de societate cu scopul precis de a aplica reguli generale care să asiste judecata.

O altă critică ce nu poate fi susținută cu argumente este aceea că magnitudinile ajustărilor în ratele dobânzilor, în intervențiile pe piața secundară pentru cumpărări definitive de titluri de stat sau în extinderea deficitului bugetar prin creșterea cheltuielilor și acordarea unor amânări la plata impozitelor au fost insuficiente.

Am arătat că această critică își are baza în multiplele preferințe existente la nivelul societății. În măsura în care preferințele politice ale guvernelor reflectă o agregare a preferințelor individuale diverse, atunci putem vedea o structură agregată a acestor

preferințe prin intermediul importanței pe care guvernele o acordă obiectivelor referitoare la creștere economică, solidaritate socială și sustenabilitate (Crum, 2013). De aici rezultă că importanța relativă acordată celor trei obiective nu este determinată atât de circumstanțele economice prezente și anticipate, ci de preferințele din societate referitoare la acele obiective.

Ideea unora că magnitudinea ajustărilor a fost insuficientă poate fi o reflectare a înclinației lor de a prefera mai degrabă obiectivele referitoare la creștere economică și solidaritate, decât sustenabilitatea politicilor. Când preferințele sunt astfel deplasate, interferența guvernelor cu ordinea pieței tinde să crească, piețele întâmpinând dificultăți în a transmite cerințele lor pentru competitivitate în parametrii politicilor. Pentru că politica monetară este condusă după reguli generale, tendința sa este aceea de a urmări sustenabilitatea.

Experiența ne-a arătat că, spre deosebire de politica monetară, politica fiscală a fost condusă în ultimii 30 de ani fără a urma principiile generale, astfel că ea a fost cel mai adesea deplasată spre a favoriza obiectivele creșterii economice și ale solidarității, chiar dacă, așa cum arată Hayek, nu poate exista o solidaritate la nivelul societății în sensul unei unități referitoare la obiective comune știute.

Totuși, în contextul în care șocul determinat de pandemie a apărut după ce în ultimii ani politica fiscală a promovat, în mod nesustenabil, creșteri salariale foarte mari concomitent cu reduceri de impozite, spațiul rămas pentru o lărgire a deficitului bugetar fără ca acesta din urmă să devină nesustenabil a fost foarte îngust. Magnitudinea măsurilor de stimulare fiscală în timpul pandemiei a fost limitată de politicile fiscale din trecut și de nevoia ca politica fiscală să fie sustenabilă, pentru a evita declanșarea unor corecții necontrolate induse de forțele pieței.

Cei care nu au înțeles că politica monetară are reguli care o obligă să rămână sustenabilă și că deficitul bugetar nu s-ar fi putut extinde mai mult fără a atinge limita de la care ar fi devenit nesustenabil chiar în anul 2020 au considerat că măsurile monetare și respectiv fiscale au fost insuficiente. Între cele trei obiective menționate – creștere economică, solidaritate și sustenabilitate – ultimul este prin natura sa mai mult o condiție care se cere îndeplinită și de aceea mai greu de înțeles și de acceptat.

În ultimii 30 de ani administrarea politicii fiscale a fost de tip pragmatic, adică nu a fost ghidată de principii și reguli generale. Consecința acestui pragmatism a fost aceea că la orice moment în timp foarte multe acțiuni reprezentau doar reacții la unele consecințe negative ale măsurilor anterioare neghidate de principii. Astfel, în cea mai mare măsură, calea urmată de politica fiscală mai degrabă s-a impus împredictibil decât a fost rezultatul unei strategii.

Din pragmatismul politicii fiscale votanții au învățat că stabilirea cheltuielilor bugetare din diversele programe de guvernare, pe care ei le votează, se face fără ca ei să dispună de o regulă pe care să o utilizeze pentru a determina partea de cheltuieli pe care ar trebui să o sprijine ei înșiși cu impozite. În acest context, nu cheltuielile sunt stabilite în funcție de veniturile disponibile, ci veniturile trebuie identificate ulterior.

Observând această caracteristică, votanții au fost de acord cu programele de guvernare care promit creșterea cheltuielilor și lasă neclarificate sursele de finanțare. Acest lucru a fost posibil deoarece presiunea politică pe care ei o pot crea împotriva creșterii ratelor de impozitare a veniturilor personale (singurul cost pe care îl știu referitor la sarcina pe care o au referitor la suportarea cheltuielilor publice) este mare. Ei știu din experiență că, după cum am arătat, sarcina ajustărilor a fost în mare parte transferată asupra firmelor, prin creșterea impozitelor, și se așteaptă ca această practică să continue. În cel mai rău caz, marea masă a votanților știu că dacă ar fi ca și impozitele personale să crească, atunci acest lucru s-ar putea face prin introducerea impozitării progresive, astfel că sarcina finanțării cheltuielilor crescute pe care ei le-au votat va fi suportată de cei cu venituri mari. Această atitudine este ghidată de respingerea ideii de regulă generală și de acceptarea principiului eronat că o majoritate are dreptul să utilizeze dubla măsură, adică, așa cum a arătat Hayek (1993, Vol. 3, p. 52), să impoziteze o minoritate după o regulă care nu i se aplică și majorității.

Pentru anul 2020 este prevăzută prin lege o creștere a punctului de pensie cu 40 la sută începând din septembrie. Această cheltuială va duce la creșterea deficitului bugetar, mai ales în anul 2021, când, în lipsa unor măsuri de ajustare, deficitul bugetar ar putea fi de peste 10 la sută din PIB. Guvernul va trebui să identifice măsuri pentru a readuce deficitul bugetar la sub 3 la sută în 2022, așa cum ar dori Comisia Europeană, pentru a suspenda procedura de deficit excesiv declanșată în 2020. Lumea politică și cea a analiștilor sunt divizate referitor la creșterea cu 40 la sută a pensiilor, dar pare să existe un consens în favoarea creșterii impozitelor ca principală măsură de reducere a deficitului bugetar la niveluri sustenabile, indiferent de decizia adoptată referitor la creșterea pensiilor. Am arătat că acest mod de a atinge sustenabilitatea este temporar, pentru că este condus de creșterea neghidată de principii, și de aceea iresponsabilă, a cheltuielilor, ceea ce va altera ordinea spontană care generează creșterea economică.

Creșterea veniturilor bugetare prin îmbunătățirea colectării impozitelor ar fi o măsură corectă. În schimb, apelarea la creșterea ratelor de impozitare ar fi eronată din două perspective: pe de o parte, ar fi prociclică, ceea ce ar putea contribui la prelungirea recesiunii din anul 2020 și în 2021. Pe de altă parte, ar fi doar o altă măsură ce ar continua lungul șir de măsuri luate fără a urma principiile corecte. Această practică nu va conduce la alte rezultate decât cele la care a dus și până acum: o politică fiscală neasumată deliberat, ci rezultată ca răspuns pragmatic la „necesitățile” create de măsurile anterioare; o politică fiscală prociclică atât în perioadele de expansiune, cât și în cele de recesiune; și, în fine, un nivel relativ redus al veniturilor bugetare ca procent în PIB. Soluția corectă este instituirea de principii care să ghideze politica fiscală. Odată adoptate, principiile vor scoate la iveală că problema finanțelor publice românești este pe partea de cheltuieli, astfel că soluția nu ar putea fi pe partea de venituri.

Bibliografie

- Bernanke, Ben „What Tools Does the Fed Have Left? Part 2: Targeting Longer-term interest Rates”, Brookings Institution (March 24), 2016
- „Monetry Policy in a New Era”, paper prepared for *Conference on Rethinking Macroeconomic Policy*, Peterson Institute, Washington DC, October 12-13, 2017
- Boțel, Cezar „Wage-Led Growth. O trecere în revistă a teoriei, evidenței și criticii”, <https://www.bnr.ro/Studii-4010.aspx>, 2019
- Budina, Nina
Kinda, Tidiane
Schaechter, Andrea
Weber, Anke „Fiscal Rules at a Glance: Country Details from a New Dataset”, IMF Working Paper 12/273, 2013
- Constant, Benjamin „Principles of Politics Applicable to All Governments”, edited by Etienne Hofmann, translated from the French by Dennis O’Keeffe, introduction by Nicholas Capaldi, Liberty Fund, Indianapolis, 2003, [1810]
- Croitoru, Lucian
Târhoacă, Cornel „Fiscal Policy in Romania: Three Vicious Circles of the Romanian Economy”, in <http://pdc.ceu.hu/archive/00001042/01/8.pdf> sau în D. Dăianu și C. Rühl (ed.) (1999), „Economic Transition in Romania: Past, Present and Future”, Proceedings of the Conference Romania 2000. *10 Years of Transition-Past, Present and Future*, October 21st – 22nd, The World Bank and The Romanian Center for Economic Policies, 1999
- Croitoru, Lucian „Cercul vicios al politicii fiscale”, în *Despre Economie, cu și fără formule*, Curtea Veche Publishing, 2017
- „Va grăbi pandemia trecerea economiilor emergente la politici monetare neconvenționale?”, <http://luciancroitoru.ro/2020/05/17/va-grabi-pandemia-trecerea-economiilor-emergente-la-politici-monetare-neconventionale-2/>, 2020a
- „Pandemic: How to Avoid What is Worse”, <http://luciancroitoru.ro/2020/04/23/pandemic-how-to-avoid-what-is-worse/>, 2020b
- Crum, Ben „Saving the Euro at the Cost of Democracy?”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 51, No. 4, 2013, pp. 614-630
- Gali, Jordi „Thinking the Unthinkable: The Effects of a Money-financed Fiscal Stimulus”, <https://voxeu.org/article/effects-money-financed-fiscal-stimulus>, 2014

- Garrison, Roger „Hayek and Friedman: Head to Head”, <http://webhome.auburn.edu/~garriro/hayek%20and%20friedman.pdf>, 2007
- Hayek, Friedrich „Law, Legislation and Liberty”, Routledge, 1993
„Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes”, *Economica*, 11(31), pp. 270-295, 1931
- Hoppe, Hans-Hermann
Block, Walter „On Property and Exploitation”, *International Journal of Value-Based Management*, Vol. 15, No. 3, 2002, pp. 225-236
- Isărescu, Mugur „Băncile centrale și echilibrul economic”, studiu introductiv la cartea „Viitorul băncilor centrale. Simpozionul tricentenarului Băncii Angliei”, Curtea Veche Publishing, 2019
- Mises, Ludwig von „Acțiunea Umană: Un tratat de economie”, Curtea Veche Publishing, 2019
- Schaechter, Andrea
Kinda, Tidiane
Budina, Nina
Weber, Anke „Fiscal Rules in Response to the Crisis. Toward the „Next Generation” Rules”, IMF Working Paper 12/187, July 2012, 2012
- Wicksell, Knut „A New Principle of Just Taxation”, publicat în *Classics in the Theory of Public Finance*, Richard A. Musgrave și Alan T. Peacock (ed.), Palgrave Macmillan, 1994, p. 95, 1896
- International Monetary Fund „Fiscal Rules: Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances”, 2009

Va grăbi pandemia trecerea
economii emergente la politici
monetare neconvenționale?

Criza generată de noul coronavirus a readus în discuție rolul pe care îl poate juca politica monetară. Din păcate, acest rol este văzut fără a face distincție între cazurile particulare ale fiecărei țări. Discuțiile din România nu fac excepție. Și aici, analiștii economici, de la cei din presă până la cei din diverse instituții academice de profil, s-au grăbit, după cum au făcut și cu ocazia crizei din 2008, să acuze insuficienta implicare a politicii monetare, judecată mai ales prin comparație cu relaxările fără precedent practicate de băncile centrale din țările dezvoltate, corespunzător situațiilor lor concrete.

Introducere

Există o largă acceptare a ideii că politica monetară, ca și politica fiscală, poate contribui la realizarea a patru mari obiective: ocupare înaltă a forței de muncă, stabilitatea prețurilor, stabilitatea financiară și, în fine, o creștere economică relativ înaltă. Totuși, obiectivele respective nu sunt mutual compatibile. Aceeași măsură de politică monetară poate avea efecte opuse referitor la două obiective. Mai mult, circumstanțele pot face ca pe termen scurt oricare dintre obiective să necesite intervenția politicii monetare, în timp ce le accentuează incompatibilitatea.

De aici apar limitele obiective care restricționează rolul pe care instrumentele politicii monetare îl pot juca în atingerea diverselor obiective. Aceste limite nu sunt ușor de înțeles pentru publicul larg, care poate pune presiuni pentru utilizarea politicii montare în scopuri care, în anumite condiții, se exclud mutual sau care nu pot fi atinse cu instrumente de politică monetară. De exemplu, dacă în mod natural economia poate crește cu 3 la sută pe an și rata naturală a șomajului este de 6 la sută, utilizarea politicii monetare pentru a atinge o creștere economică de 5 la sută și a reduce rata șomajului la 4 la sută, atunci, pe termen mai lung nu se va obține decât o creștere a inflației.

De asemenea, după cum demonstrează discursurile sau chiar inițiativele unor politicieni referitoare la plafonarea unor rate ale dobânzilor, publicul în general nu înțelege că banca centrală nu poate ținti (fixa) rata nominală a dobânzii de politică monetară la un nivel relativ scăzut fără a produce inflație. Rata nominală a dobânzii este egală cu rata reală plus inflația anticipată. La nivel microeconomic, aceasta înseamnă că cel care dă cu împrumut trebuie să primească o rată nominală mai mare decât inflația anticipată pentru a avea o rată reală pozitivă, adică pentru a face profit. Friedman (1968) a arătat că, pe ansamblu, dacă banca centrală țintește o dobândă nominală scăzută (sub rata naturală sau neutră), anticipațiile inflaționiste și inflația vor crește, determinând creșterea ratelor nominale ale dobânzii (inclusiv cea naturală). Dacă, în răspuns la aceste evoluții, banca centrală crește cantitatea de bani pentru a menține/readuce dobânda nominală la nivelul țintit, inflația și anticipațiile inflaționiste vor continua să crească. În esență, acest proces arată că banca centrală nu poate plasa rata nominală a dobânzii sub rata naturală decât dacă reușește să producă o creștere a anticipațiilor inflaționiste și, în final, a inflației. Pentru o perioadă relativ scurtă, banca centrală va reuși să controleze dobânda nominală, dar nu va reuși să

controleze dobânda reală, deși o influențează. Banca centrală poate controla mărimile nominale, pe care ea le stabilește, dar nu poate controla mărimile reale, pe care le stabilește piața, prin formarea prețurilor. În final, inflația va eroda profiturile și salariile reale, situație care nu va fi acceptată de cei care pierd și banca centrală va întări politica monetară, ceea ce va asigura revenirea la rate nominale ale dobânzii mai reduse, pe măsură ce inflația va scădea și se va stabiliza. Stabilizarea inflației la niveluri joase indică revenirea ratei dobânzii la nivelurile naturale.

Explicația dată de Friedman împotriva menținerii stabilității ratei dobânzilor este cea mai ușor de înțeles în termenii moderni în care discutăm în prezent. Hayek (1967 [1935], nota de subsol de la p. 70) ne spune că menținerea ratelor dobânzii constante a fost văzută ca un obiectiv direct de atins, idee pe care economiștii au combătut-o repetat încă de la începutul secolului al XVIII-lea. Principalul motiv evidențiat de economiști împotriva acestui obiectiv al menținerii stabile a ratelor dobânzilor a fost mereu același: instabilitatea economică, inclusiv instabilitatea ratelor dobânzilor. Hayek (1969 [1939], p. 70) concluzionează că: „tendința de a păstra ratele dobânzii stabile, și în special de a le menține joase cât de mult posibil, trebuie să apară ca principalul inamic („arch-enemy”) al stabilității, cauzând în final fluctuații mult mai mari, probabil chiar ale ratei dobânzii, decât sunt realmente necesare.”

În general, economiștii înțeleg limitele ce derivă din incompatibilitatea ce apare între obiective, dar pot face acest lucru numai prin prisma teoriilor care îi ghidează. Economiștii nu studiază structura reală a economiei, ci doar diferitele teorii cu care o reproduc parțial. Din acest motiv, ei pot fi în dezacord referitor la care dintre obiective ar putea fi atins prin politici monetare. De exemplu, pentru economiștii clasici și pentru cei din școala ciclului real de afaceri, banii sunt neutri, indiferent de orizontul de timp avut în vedere, astfel că politica monetară nu poate influența producția. Celelalte teorii economice presupun că banii nu sunt neutri: pentru keynesism, monetarism, teoria anticipațiilor raționale și neo-keynesism pe termen scurt, pentru teoria austriacă pentru orice orizont de timp. Un alt exemplu este acela care arată că economiștii keynesiști au fost de acord că țintirea unei rate a șomajului este un obiectiv fezabil pentru politica monetară, în timp ce economiștii monetariști au arătat de ce acest obiectiv este iluzoriu. În fine, un exemplu și mai contrastant, dar și mai relevant pentru o situație de criză, dat de Friedman (1968): Keynes și alți economiști ai vremii, inclusiv monetarisul Henry Simons (în articolul celebru din 1936), care l-a influențat pe Milton Friedman, credeau că Marea Depresie a apărut în ciuda eforturilor agresive ale băncii centrale din SUA de a expanda politica monetară. În schimb, alți economiști contemporani ai evenimentelor, cum ar fi Currie (1931) sau Hawtrey (1932) și ulterior Friedman și Schwartz (1963) și alți economiștii neoclasiци au arătat că Fed a promovat o politică monetară contracționistă. Cu alte cuvinte, primii credeau că într-un moment de recesiune profundă politica monetară este impotentă, pentru că ratele dobânzilor nu pot fi reduse suficient și economia intră în capcana lichidității. Ceilalți au arătat că, dimpotrivă, politica monetară este un instrument foarte puternic, dar că nu a fost folosit din moment ce a permis o puternică contracție în baza monetară.

Criza generată de noul coronavirus a readus în discuție rolul pe care îl poate juca politica monetară. Din păcate, acest rol este văzut fără a face distincție între cazurile particulare ale fiecărei țări. Discuțiile din România nu fac excepție. Și aici, analiștii

economici, de la cei din presă până la cei din diverse instituții academice de profil, s-au grăbit, așa cum au făcut și cu ocazia crizei din 2008, să acuze insuficienta implicare a politicii monetare, judecată mai ales prin comparație cu relaxările fără precedent practicate de băncile centrale din țările dezvoltate, corespunzător situațiilor lor concrete.

Pornind de la aceste comparații, acest eseu are trei scopuri. Primul este acela de a arăta de ce situațiile din economiile dezvoltate nu sunt deloc comparabile cu cele din economiile emergente. Principala diferență este aceea că în țările dezvoltate fie nu existau excedente de cerere, fie acestea nu erau semnificative. Al doilea scop este să arate că, la data apariției șocului provocat de distanțarea socială indusă de apariția noului coronavirus, politica monetară din România se poziționase de mai mulți ani pe un curs care să mențină stabilitatea prețurilor în condițiile în care economia opera încă din 2016 cu un excedent de cerere. Măsurile luate după apariția șocului, pe care le voi aminti mai jos, sunt departe de a fi insuficiente în raport cu circumstanțele existente la data adoptării lor. În fine, al treilea scop este să arate că în România, ca și în alte țări din regiune, politica monetară convențională bazată pe managementul ratei dobânzii nominale dispune confortabil de spațiu de manevră, spațiu a cărui definiție o voi menționa ulterior. Totuși, contextul global actual ar putea forța și aceste economii să treacă la utilizarea de politici monetare neconvenționale. Acest context are două componente majore: condițiile economice precare ale cererii din țările dezvoltate și pandemia actuală care, prin recesiunea pe care o provoacă, agravează acele condiții și le-ar putea extinde și la economiile emergente.

1. Succesiunea obiectivelor și drumul economiilor dezvoltate spre politici monetare neconvenționale

Experiența arată că în diverse perioade de timp, țările au priorizat obiectivele politicilor lor monetare. În secolul al XIX-lea obiectivul prioritar a fost stabilitatea financiară și stabilitatea cursului de schimb. Regimul monetar care a permis acest obiectiv a fost etalonul aur, în care rata de schimb a fost fixă, capitalurile mobile, politica monetară rămânând independentă față de factorul politic, dar pasivă economic, reflectând automat mișcările din balanța de plăți. În consecință, pe termen mai lung, cantitățile de bani din economie creșteau sau scădeau pentru a reflecta surplusurile sau, respectiv, deficitul de cont curent. Aceste reguli au funcționat mai ales în așa-numitele țări din „miezul” sistemului și mai puțin în țările de la periferie (Triffin, 1967). Ajustările în contul curent al țărilor din sistem erau efectuate la perioade relativ lungi. De exemplu, Regatul Unit a avut permanent un surplus de cont curent, dar nivelurile acestuia au variat de la valori apropiate de zero la mai mult de 10 la sută din PIB. Una dintre consecințe a fost aceea că inflația și ratele nominale ale dobânzilor au fost relativ stabile și, în consecință, ratele reale au avut niveluri relativ înalte și constante (Borio *et al.*, 2017).

După Marea Depresie din perioada 1929-1933, țările au ales ca obiectiv central stabilitatea cursurilor de schimb și ocuparea deplină a forței de muncă, cu corespondent în rate mari de creștere economică. Regimul monetar care a impus acest obiectiv a fost cel de la Bretton-Woods, în care ratele de schimb au fost fixe, fluxurile de capital controlate și politica monetară a acționat activ pentru a atinge obiectivul prioritar.

Apoi, din cauză că obiectivele anterioare combinate cu războiul dintre SUA (singura țară care avea convertibilitatea monedei direct în aur în sistemul de la Bretton-Woods) și Vietnam au dus la inflație înaltă și fluctuantă în anii 1960-1970, stabilitatea prețurilor a fost aleasă ca obiectiv prioritar. Regimul monetar care a permis această alegere a fost cel în care rata de schimb este flexibilă și capitalurile mobile, permițând politici monetare să fie activă pentru a stabiliza inflația, câștigându-și treptat independența față de guverne. Lupta cu inflația a fost câștigată, astfel că scăderea ratelor de inflație de la niveluri relativ înalte a început devreme în anii 1980 și s-a stabilizat la niveluri joase. Când a izbucnit criza din 2008, cele mai multe țări aveau inflații în apropierea nivelurilor joase dorite sau în scădere către acele niveluri.

Atât în regimul de la Bretton-Woods, cât și în regimul monetar ce s-a conturat începând cu 1983 și care este în vigoare în țările occidentale, rolul central în implementarea politicilor monetare l-a avut management-ul ratelor dobânzilor pe termen scurt. Țările au stabilit direct ratele dobânzilor, cu excepția perioadei începând cu a doua parte a anilor 1970 și continuând până la finalul anilor 1980, când majoritatea băncilor centrale din țările occidentale au controlat agregatele monetare, producând o volatilitate crescută în ratele dobânzilor.

După cel de-al Doilea Război Mondial și până la criza din 2008, nu a existat o situație în care politicile monetare să devină impotente, adică să nu poată utiliza rata nominală a dobânzii pentru a stimula reluarea creșterii economice sau, cu alte cuvinte, să nu aibă spațiu de manevră. Prin spațiu de manevră al politicilor monetare convenționale înțelegem numărul de puncte procentuale cu care poate scădea rata naturală reală a dobânzii astfel încât stabilirea ratei nominale a dobânzii de politică monetară la zero să poată încă asigura menținerea producției la nivelul potențial (la rata naturală a șomajului), cu o inflație stabilizată la nivelul țintei. În perioada menționată, ratele dobânzilor au fost suficient de înalte încât să permită spațiul necesar de manevră politicii monetare atunci când aceasta a avut nevoie să reducă ratele dobânzilor. În toate recesiunile din perioada menționată a existat spațiu pentru ca ratele dobânzilor să fie reduse suficient, astfel încât să ducă relativ rapid la reluarea creșterii producției. Recesiunile au fost, în general, scurte și costul lor în termenii șomajului relativ mici.

Totuși, pentru țările dezvoltate, spațiul de manevră rămas pentru conducerea politicilor monetare prin management-ul ratei dobânzii pe termen scurt s-a redus treptat. Succesul în reducerea inflației a fost unul dintre factorii care au dus, involuntar, la acest rezultat. Voi reveni imediat asupra acestui aspect. Aici notez doar că reducerea inflației și creșterea credibilității politicilor monetare a dus la reducerea anticipațiilor inflaționiste, care treptat s-a reflectat în reducerea ratelor nominale ale dobânzilor.

În paralel cu reducerea inflației și a anticipațiilor inflaționiste au existat însă și alți factori, mai profunzi, care au determinat ca și ratele reale ale dobânzilor să scadă începând din anii 1980, în ultimul deceniu fiind chiar negative. Unul dintre acești factori este creșterea economisirilor dorite în raport cu investițiile dorite (Bernanke 2005, 2007, 2015, 2020; Summers, 2014). Sub influența îmbătrânirii populației, schimbărilor tehnologice, creșterii avuției etc., creșterea mai mare a economisirilor nete dorite în țările cu surplusuri de economisiri în raport cu creșterea investițiilor nete dorite în țările cu deficit a determinat reducerea ratelor naturale reale ale dobânzilor. Ratele reale actuale au urmat îndeaproape tendința, din moment ce economiile au tins să fie în echilibru pentru cea mai mare parte a timpului. În această viziune, așa cum a arătat Friedman (1968), politica monetară poate influența rata reală pentru perioade scurte de timp, fără ca acele influențe să persiste pe termen lung.

Influența factorilor reali ai economisirilor și investițiilor asupra ratelor reale ale dobânzilor este însă contestată, atât din perspectiva rolului pe care îl poate juca rata reală a dobânzii în procesul de conducere a politicii monetare spre atingerea obiectivului de stabilizare a prețurilor, cât și din perspectiva stabilității financiare. Una dintre cele mai recente și documentate contestări este oferită în Borio (2017) și Borio *et al.* (2019). În aceste studii se arată că, pentru ultimele trei decenii, influența factorilor reali asupra ratelor reale ale dobânzilor se poate confirma econometric, dar că dacă perioada este extinsă în trecut până la 1870, care este considerat ca fiind anul de generalizare a standardului aur, atunci factorii reali ai economisirilor și investițiilor nu mai pot explica evoluția ratelor reale ale dobânzilor. În viziunea lor, factorii economisirilor și investițiilor pot influența direct cel mult rata naturală a dobânzii, dar nu pot influența ratele reale decât prin intermediul interacțiunii dintre deciziile băncii centrale și cele ale agenților economici. În viziunea lor, identificarea factorilor reali ai economisirilor și investițiilor cu factorii ratelor reale ale dobânzilor implică ipoteza „eroică” conform căreia atât băncile centrale, cât și agenții economici pot urma îndeaproape nivelul ratei naturale a dobânzii. Numai în acest caz factorii monetari nu pot influența variabilele reale sau influența este temporară și, eventual, minoră.

Ipoteza alternativă testată în Borio (2017) și Borio *et al.* (2019) este aceea că regimurile monetare explică variațiile în ratele reale pe întreaga perioadă de la 1870 până recent și că legătura dintre factorii reali ai economisirilor și investițiilor și ratele reale ale dobânzilor sunt accidentale, reflectând pentru variabilele implicate trenduri temporare și independente unele de altele. În esență, se reiterează ipoteza (Borio și Disyatat, 2014) că politicile monetare (ca și fiscale) care nu se opun „boom”-urilor, dar se relaxează „agresiv și persistent în timpul perioadelor de declin” duc la acumularea de datorii, atunci când nu se opun, și la reducerea ratelor dobânzilor reale, atunci când se relaxează. Pe termen lung, prin mecanismul descris, creditul și, astfel, datoriile (care sunt o moștenire ce nu se poate elimina complet în perioada dintre „boom”-uri) au tendința de a crește, în timp ce ratele reale ale dobânzilor au tendința de a scădea. În plus, Borio *et al.* (2017) aduc sprijin empiric pentru ipoteza lor că inflația este influențată de factori reali care sunt din ce în ce mai mult sub influența globalizării, cum ar fi concurența pe piața muncii sau *gap*-ul producției la nivel global. În final,

cea ce rezultă din ipotezele lor este că ratele reale ale dobânzilor scad sub influența factorilor monetari, iar inflația nu răspunde suficient la schimbările astfel determinate în ratele reale ale dobânzilor și rămâne relativ stabilă la niveluri joase, sub influența altor factori reali.

Consecințele celor două viziuni referitoare la cauzele scăderii ratelor reale ale dobânzilor sunt diferite pentru obiectivele politicii monetare. În prima abordare, în care ratele reale sunt influențate de factorii reali și acestea urmează îndeaproape rata naturală, o rată naturală prea mică poate crea problema foarte dificilă a dispariției spațiului de manevră pentru politici monetare convenționale: pur și simplu, o reducere la zero a ratei dobânzii de politică monetară ar putea fi insuficientă pentru a stimula economia, dat fiind nivelul scăzut al ratei naturale nominale. În această ipoteză, politica monetară poate continua să influențeze cererea agregată și anticipațiile inflaționiste prin expansiunea bilanțurilor băncilor centrale.

În cealaltă abordare, în care scăderea ratelor reale este determinată de factorii monetari, pierderea spațiului de manevră nu este o problemă din moment ce nivelul scăzut al ratelor dobânzilor este determinat de practica politicilor monetare de a nu se opune „boom”-urilor și a se relaxa agresiv în perioadele de recesiune, practică care, eventual, odată înțeleasă, s-ar putea schimba. În această ipoteză, una dintre implicații este aceea că măsurile de politică monetară neconvențională, cum ar fi relaxările cantitative, ar putea contribui și mai mult la scăderea ratelor reale ale dobânzilor fără a stimula inflația, care, cel puțin temporar, este scoasă de sub influența politicii monetare de factorii reali care o fac să rămână la niveluri nedorit de joase.

Finalitatea discuțiilor prezentate se extinde însă dincolo de obiectivul stabilității prețurilor. În ambele abordări, ratele mici ale dobânzilor reale pot duce, indiferent dacă factorii determinanți sunt regimurile monetare sau factorii reali, la instabilitate financiară. Astfel, tehnic, este vorba de a înțelege rolul ratei naturale a dobânzii în conducerea politicii monetare din perspectiva implicațiilor pentru stabilitatea financiară. După introducerea conceptului de „rată naturală” de către Wicksell (1936; [1898]), a existat o perioadă în care s-a realizat o profundă analiză a conceptului exact din perspectiva implicațiilor pentru acumularea de dezechilibre și a implicațiilor lor pentru stabilitatea financiară. Sunt relevante mai ales analizele realizate de Mises (1912, apud Hayek, 1967, p. 25 și 69; [1935]) și Hayek, care au arătat că stabilirea de către sistemul bancar a ratei dobânzii sub nivelul natural (sau de echilibru, cum „preferă” Hayek să-l numească (1967, p. 23; [1935]) conduce, printr-un proces de economisiri forțate (*forced saving*), la acumularea de dezechilibre între producția de bunuri de consum și cea de bunuri de capital și că, astfel, stabilitatea prețurilor nu asigură echilibrul între investiții și economisiri (Hayek, 1933). Hayek (1969, p. 135 [1939]) a arătat că Marea Depresie din anii 1929-1933 nu poate fi înțeleasă fără a înțelege investițiile nesănătoase („malinvestment”) care s-au făcut în perioada anilor 1920 prin setarea ratelor dobânzilor sub nivelul de echilibru.

Totuși, acest tip de analize, cu referire la rata naturală și la implicațiile ei pentru investiții și, implicit, pentru creditele care au finanțat acele investiții, nu au răzbit în diversele teorii ce au urmat și, cu atât mai mult în practică. Rata naturală a fost aproape complet uitată chiar și în analiza referitoare la inflație. A existat doar o

excepție, când Friedman (1968) a folosit rata naturală a dobânzii pentru a arăta, pe de o parte, că există o rată naturală a șomajului, care, ca și rata naturală a dobânzii, depinde de factori reali și, pe de altă parte, că rata curentă a șomajului ca și rata actuală a dobânzii, nu pot fi menținute mai jos de nivelul natural sub forța factorilor monetari fără a produce inflație. Exact această din urmă idee este pusă sub semnul întrebării de Borio (2017).

Dacă facem abstracție de această excepție, putem spune că rata naturală a dobânzii a fost introdusă în practica conducerii politicii monetare de Greenspan (1993), fără a fi însă utilizată din perspectiva stabilității financiare, și în modelele neo-keynesiste de Woodford (1999a; 1999b; 2003). În consecință, rata naturală a dobânzii a fost uitată de practicieni aproape neîntrerupt timp de 95 de ani, iar de anumite școli de gândire pentru 101 ani. Fără acest reper, dezbaterea despre relația dintre stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară a fost în cel mai bun caz incompletă. Discuția s-a concentrat pe relația dintre nivelul inflației și stabilitatea financiară și nu pe relația dintre deviația ratei dobânzii de la nivelul natural, care este o cauză de fond a inflației, și stabilitatea financiară.

Percepția generală în ultimele decenii înainte de criza din 2008 a fost aceea că instabilitatea financiară este asociată cu inflația înaltă. În măsura în care, după readucerea în analiză a ratei naturale a dobânzii, inflația înaltă a fost considerată ca un semnal al plasării ratelor dobânzilor sub nivelul natural, aceasta a însemnat implicit că *gap*-ul negativ al ratelor dobânzilor a fost asociat cu instabilitatea financiară. Criza din 2008 a arătat însă că nici menținerea inflației la niveluri joase nu asigură stabilitatea financiară. Acest rezultat nu ar fi trebuit să fie o surpriză nici pentru bancherii centrali, nici pentru teoreticieni. În istorie au existat episoade memorabile în care dezechilibrele financiare s-au acumulat în condițiile unor prețuri relativ stabile. De exemplu, în SUA, o inflație relativ joasă și stabilă a precedat acumularea dezechilibrelor care au dus la Marea Depresie din 1929-1933 sau la criza dot.com de la sfârșitul anilor 1990. În Japonia, dezechilibrele financiare s-au acumulat în anii 1980, în perioada care a precedat recesiunea globală din 1991, inflația variind în intervalul 1982-1989 între virtual zero și cel mult 2,7 la sută. Cu toate acestea, mulți cercetători (vezi, de exemplu, Anna Schwartz, 1988 și 1995) au admis că nu există un compromis între inflația joasă și stabilă și stabilitatea financiară, ci doar între inflația înaltă și volatilită și stabilitatea financiară (vezi și Bordo și Wheelock, 1998, și Bordo *et al.*, 2000). Cu alte cuvinte, s-a admis că dacă rata dobânzii actuale tinde să fie egală cu rata naturală a dobânzii, atunci nu apare instabilitate financiară.

Prin definiție, rata naturală a dobânzii este acea rată care asigură că, în termeni de intenții, economisirile sunt egale cu investițiile, adică producția este egală cu producția potențială. Faptul că stabilitatea prețurilor nu asigură stabilitatea financiară înseamnă că deși producția este la echilibru, se pot crea dezechilibre financiare. În termenii prezentați în Borio *et al.* (2019, p. 17), apare o „tensiune între echilibru și stabilitatea macroeconomică”. Aceste dezechilibre apar fie atunci când rata dobânzii de politică monetară este la un nivel prea jos față de rata naturală și anticipațiile inflaționiste și inflația rămân relativ stabile la niveluri joase, sub influența unor factori reali, fie când rata dobânzii de politică monetară este egală cu cea naturală la niveluri foarte scăzute. Cele două cazuri sunt foarte diferite.

Primul caz, când rata dobânzii de politică monetară este persistent și neintenționat sub nivelul natural, și totuși anticipațiile inflaționiste și inflația rămân relativ joase și stabile, este în principiu posibil dacă relația dintre activitatea economică (măsurată de exemplu prin intermediul *gap*-ului de producție) și inflație rămâne slabă. Din acest motiv, inflația nu reușește să transmită politicii monetare și agenților economici un semnal că rata dobânzii este sub rata naturală. Cu alte cuvinte, slăbirea dependenței inflației de bază de politica monetară permite factorilor monetari să fie cauza involuntară a nivelului prea jos al ratelor dobânzilor. În această situație, reducerea repetată a ratelor nominale ale dobânzii și, eventual, relaxările cantitative promovate în încercarea de a duce inflația în sus spre țintă se reflectă în reducerea ratelor reale ale dobânzilor și astfel se ajunge la concluzia că politica monetară influențează rata reală pe termen mai lung și stimulează acumularea de riscuri financiare din cauza prețului prea mic al capitalului.

Celălalt caz, în care ratele dobânzii sunt joase pentru că, sub influența factorilor reali, rata naturală este joasă și politica monetară stabilește cu succes rata dobânzii de piață la nivelul ratei naturale, este, totuși, fundamental diferit. În acest caz, factorii reali sunt singurii care pot explica nivelul scăzut al ratelor reale ale dobânzii. Abia în acest caz apare o contradicție între echilibru și stabilitatea financiară, deoarece ratele prea joase ale dobânzilor, deși sunt necesare pentru echilibru și pentru menținerea inflației la nivelul relativ scăzut dorit, stimulează asumarea de riscuri financiare. De aici apare contradicția între obiectivul de stabilizare a prețurilor la niveluri joase și stabile și cel al stabilității financiare.

În acest din urmă caz, politica monetară nu are niciun efect asupra ratelor reale ale dobânzilor, care rămân influențate doar de factori reali, dar sectorul financiar poate acumula dezechilibre financiare, de exemplu printr-o bulă a creșterii prețurilor activelor financiare. Odată ce această bulă se sparge, ea poate produce efecte de lungă durată, ceea ce din nou conduce la ideea că politica monetară ar putea avea efecte reale pe termen lung, dar nu asupra ratelor reale ale dobânzilor, ca în cazul descris anterior, cum presupun Borio (2017) și Borio *et al.* (2019), ci prin consecințele generate de spargerea unei bule asupra sistemului financiar și a ocupării.

Una dintre criticile modelelor neo-kenesiste stochastice dinamice de echilibru general (DSGE) este aceea că rata reală naturală este definită să reflecte echilibrul în lipsa rigidităților nominale, presupunând, ca în orice model de echilibru general, că fricțiunile financiare nu au niciun efect real. Aceste efecte par însă să fie puternice. Gertler și Gilchrist (2018) au arătat că disrupțiile în sectorul bancar au fost centrale pentru contracția ocupării forței de muncă în perioada Marii Recesiuni în SUA. Prima referire explicită la lipsa unei abordări clare în interiorul modelelor neo-keynesiste a stabilității financiare este făcută în Clarida *et al.* (1999, pp. 1702-1703). De asemenea, Borio și Lowe (2002) au arătat slăbiciunea venind de la neincluderea în regulile de politică monetară a dezechilibrelor financiare reflectate de prețurile activelor. Amato (2005) a arătat că imperfecțiunile financiare afectează atât mărimea ratei naturale a dobânzii, cât și rolul său în formarea *gap*-ului producției și, implicit, a inflației. Începând din 2009 preocuparea pentru introducerea rigidităților financiare în modelele neo-keynesiste de echilibru general s-a accentuat. După criza din 2008,

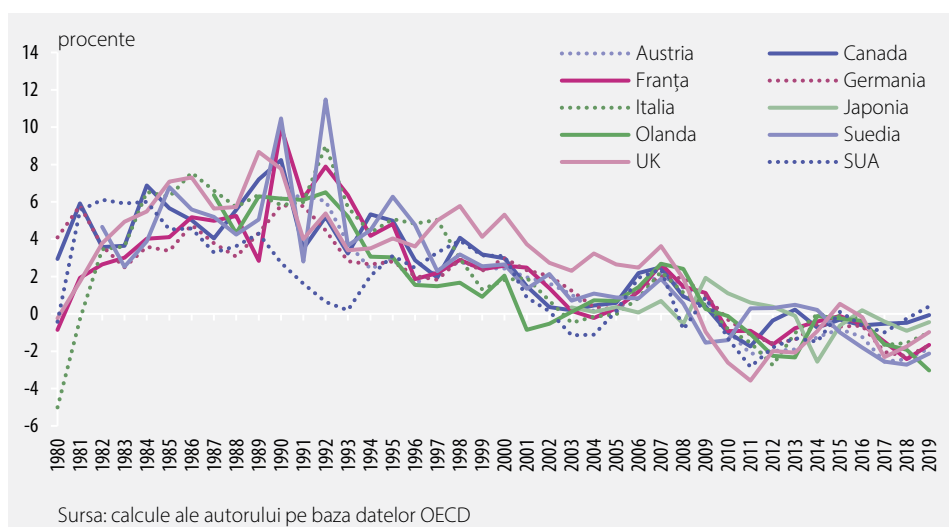
Cecchetti *et al.* (2009) au fost primii care au arătat că programul de cercetare trebuie să continue prin includerea intermediarilor financiari în modele, cu legăturile dintre aceștia și dintre ei și sectorul real, astfel încât modelele să genereze endogen acumularea de stres financiar până când presiunea acumulată duce la crize, astfel încât aceste modele să genereze endogen „boom”-uri și căderi economice rapide.

Pentru a ține cont de fricțiunile financiare, unele modele DSGE au permis ca fricțiunile să fie prezente și să influențeze rata naturală a dobânzii. Unele dintre aceste modele, care până de curând nu conțineau banii ca variabilă, au extins cadrul standard neo-keynesist prin introducerea băncilor și a panicii (vezi, de exemplu, Gertler, Kiyotaki și Prestipino, 2017). Introducerea fricțiunilor financiare are scopul de a permite o mai realistă verificare a modului prin care modificarea ratei dobânzii de politică monetară afectează economia. O trăsătură a acestor modele este aceea că, dacă șocurile nu sunt persistente, economia se întoarce la starea de echilibru relativ rapid. Această trăsătură este păstrată și după introducerea fricțiunilor financiare, astfel că acestea în general nu generează un proces endogen (critica lui Borio *et al.*, 2019 referitoare la aceste modele) care să alimenteze un ciclu economic de la o perioadă de declin la una de „boom”. Fricțiunile financiare doar amplifică și propagă șocul inițial.

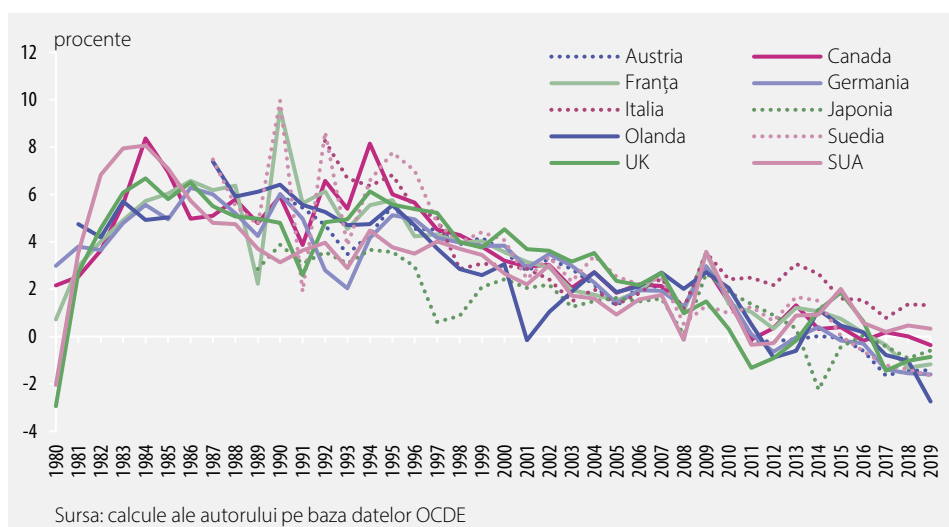
În esență, aceste modele nu propun schimbări ale obiectivului de politică monetară sau schimbări majore în funcția de reacție a băncii centrale, ci doar schimbări care nu alterează ipoteza neutralității pe termen lung a banilor. De exemplu, în Curdia și Woodford (2016), se introduce *spread*-ul ratelor dobânzii între depozite și credite, astfel că funcția Taylor se modifică pentru a se ține cont de efectele prezente și anticipate ale *spread*-urilor. Efectul unui șoc financiar asupra inflației este descompus, ca de altfel oricare alt șoc, în trei efecte: asupra ratei naturale necesare pentru a rămâne consistentă cu un *gap* de producție egal cu zero, asupra nivelului *gap*-ului PIB pentru ca acesta să rămână consistent cu stabilitatea prețurilor (efectul „cost push”) și asupra ratei de politică monetară. Acest ultim efect apare pentru că în funcția de reacție se include și *spread*-ul ratelor dobânzii dintre deponenți și cei care iau cu împrumut, și se adaugă celor ce vin de la starea curentă a inflației și a *gap*-ului PIB.

Critica prezentată în Borio *et al.* (2019) se referă exact la faptul că modelele neo-keynesiste, după care se conduc politicile monetare în prezent, nu permit apariția unui proces endogen care să reflecte realitatea că perioadele de declin se pregătesc în perioadele de „boom”. După cum am arătat mai sus, această idee a fost inițial lansată și fundamentată de Hayek (1967; [1935]), imediat după criza din 1929-1933.

Revenind la evoluțiile din ultimele decenii, în țările dezvoltate tendința de reducere a ratelor reale ale dobânzilor pe termen scurt a început la mijlocul anilor 1980, dar s-a stabilizat la niveluri foarte scăzute, devreme în anii 2000. Criza din 2008 a făcut ca aceste rate să devină preponderent negative în ultimul deceniu (Fig. 1). Pentru țările prezentate în Fig. 1, media ratelor reale ale dobânzilor pe termen scurt în perioada 2010-2019 a fost de aproximativ -1,1 la sută, cu valorile medii extreme variind în interiorul perioadei între -0,33 la sută și -1,67 la sută.

Fig. 1. Ratele reale ale dobânzilor pe termen scurt

Suprapunerea unei inflații și a unor anticipații inflaționiste persistent joase și stabile cu nivelurile în scădere și – mai ales după 2000 – persistent reduse ale ratelor reale ale dobânzii pe termen scurt și pe termen lung (Fig. 2) au dus la apariția unor rate nominale ale dobânzii scăzute sau foarte scăzute. Sub influența concepției predominante înainte de 2008, conform căreia stabilitatea prețurilor asigură și stabilitatea financiară, ratele nominale scăzute nu au fost înțelese ca circumstanțe care pun serioase provocări politicii monetare bazate pe managementul ratelor dobânzii pe termen scurt. Părea improbabil ca un șoc în sistemul financiar să poată provoca fricțiuni financiare de o asemenea intensitate încât să determine o instabilitate suficient de mare a sistemului financiar pentru a produce colapsul activității economice, care să rezulte în pierderea spațiului de manevră al politicii monetare.

Fig. 2. Ratele reale ale dobânzilor pe termen lung

Drumul spre pierderea spațiului de manevră, pe care l-am evidențiat mai sus, a fost prea subtil chiar și pentru marea majoritate a economiștilor, care vorbeau despre o epocă a Marii Moderații, care a coincis cu acumularea dezechilibrelor globale, neanticipând capcana spre care se îndreptau economiile dezvoltate. Abia în 1998 Krugman (1998) a scris un articol despre economia Japoniei, intrată deja în capcană, în al cărui titlu apare expresia „It’s Baaack”, pentru a reflecta uimirea că așa ceva este din nou posibil.

Cu toate acestea, la începutul anilor 2000 pentru celelalte țări dezvoltate inevitabilul părea încă imposibil. Magnitudinea provocării pe care o reprezentau inflația și ratele dobânzilor scăzute a fost înțeleasă abia când s-a declanșat criza financiară din 2008, care a arătat că politicile monetare din țările dezvoltate nu aveau suficient spațiu de manevră pentru a reduce ratele dobânzilor la nivelurile necesare pentru a relua creșterea economică în mod rapid, așa cum se întâmplase în trecut. Japonia nu mai era excepția, ci noul normal.

2. Spațiul de manevră al politicii monetare din România: câteva comparații

Din perspectiva rolului pe care politica monetară îl poate avea în atingerea obiectivelor menționate la începutul acestui articol, criza din 2008 a arătat că lumea a ajuns să funcționeze cu două tipuri de economii: unele care operează cu inflație și rate nominale ale dobânzilor mici (Fig. 3) și unele care operează într-un context definit de inflație și rate nominale relativ mai înalte (Fig. 4).

Fig. 3. Ratele de politică monetară în economii dezvoltate

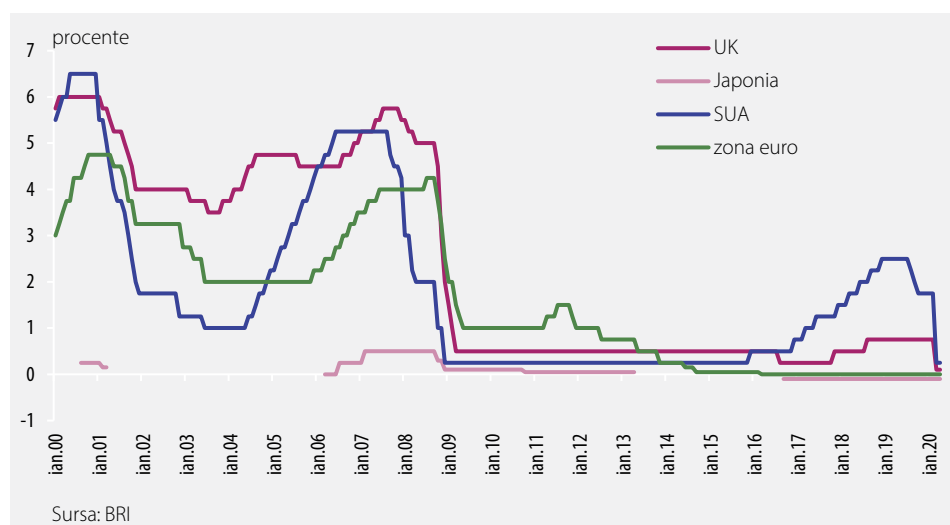
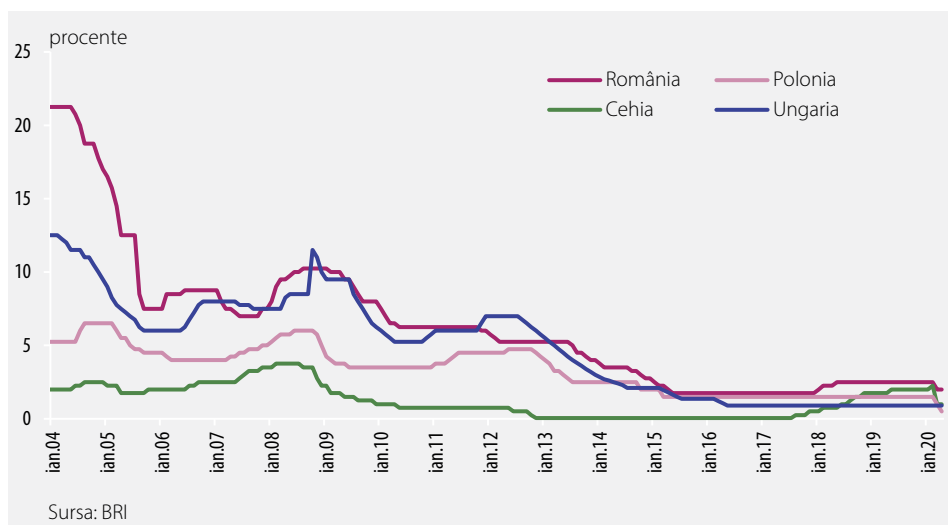
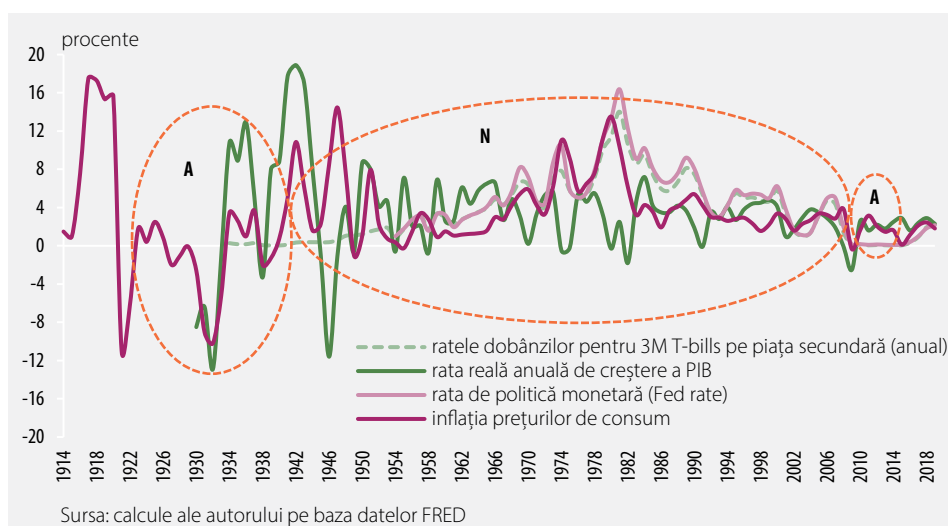


Fig. 4. Ratele de politică monetară în țări din Europa de Est

În consecință, s-a înțeles că ciclul economic este mai complex decât se credea. Mai precis, ciclul are două faze: una „normală”, în care ratele dobânzii de politică monetară sunt relativ înalte, și una „anormală”, în care ratele dobânzilor sunt scăzute la zero, reflectând o lipsă a spațiului de manevră prin măsuri convenționale. În interiorul fiecărei faze astfel definite, economiile se pot afla în recesiuni sau în faze de creștere economică, creșterea economică apărând în faza anormală cu ajutorul măsurilor neconvenționale de politică monetară, dacă, doar ca un exercițiu teoretic, lăsăm stimulii fiscali și alți stimuli deoparte. O ilustrare a celor două faze este prezentată în Fig. 5 pentru economia SUA.

Fig. 5. Fazele „normală” (N) și „anormală” (A) ale ciclului de afaceri în SUA

Înțelegerea ciclului de afaceri cu fazele „normală” și „anormală” este utilă pentru că permite să se vadă că există o „desincronizare” la nivel global între tipul de instrumente de politică monetară ce pot fi folosite atunci când țările intră în recesiune. În economiile emergente funcționează politici monetare bazate pe instrumente

convenționale, iar în economiile dezvoltate politici monetare bazate pe instrumente neconvenționale. Este dificil de spus dacă această desincronizare va dura indefinit sau se va încheia într-un orizont relevant de scurt. Mai ales în acest din urmă caz, ar fi util să înțelegem dacă desincronizarea se va elimina prin revenirea economiilor dezvoltate în faza „normală” a ciclului sau prin intrarea economiilor emergente în ciclul „anormal”.

Strategia pe care economiile emergente, inclusiv România, o vor adopta pentru a se adapta la noua situație va fi diferită, în funcție de modul de eliminare a desincronizării. În contextul în care, în lipsa pe o perioadă mai îndelungată a unui vaccin, SARS-CoV-2 va reveni în valuri, sunt deschise două perspective: fie apariția unei stagflații, caz în care economiile dezvoltate vor putea reveni relativ rapid la măsuri convenționale de politică monetară, ieșind din faza „anormală” a ciclului de afaceri, fie recesiunea globală se va prelungi fără inflație înaltă, caz în care crește probabilitatea ca și economiile emergente să intre în faza „anormală” a ciclului de afaceri.

În economiile dezvoltate, care funcționează în noul context definit prin rate de inflație și rate nominale ale dobânzilor reduse, a devenit necesară trecerea de la politica monetară bazată pe managementul ratei dobânzii la folosirea de instrumente neconvenționale de politică monetară imediat după 2008, cu excepția cazului Japoniei, unde banca centrală folosea instrumente neconvenționale de mai mult timp. În funcție de modul în care influențează cererea, există două tipuri de instrumente neconvenționale: a) cele care continuă să aibă ca scop influențarea cererii prin intermediul ratei reale a dobânzii, adică în mod operațional țintesc să influențeze anticipațiile inflaționiste; b) cele care țintesc să influențeze direct cererea, fără a avea nevoie de intermedierea ratei dobânzii. În prima categorie se includ relaxările cantitative (QE), ghidarea prospectivă, ratele negative de dobândă, cumpărarea de către băncile centrale de acțiuni sau alte active ale sectorului privat, controlul curbei randamentelor etc. În cea de-a doua categorie se includ instrumentele de tip „bani din elicopter”. Kiley și Roberts (2017) au arătat, utilizând modelul econometric al Fed, că dacă s-ar urma vechile reguli de politică monetară, de tip Taylor, politica monetară a SUA ar fi mai mult de o treime din timp constrânsă să mențină rata nominală a dobânzii la zero (așa numita „zero nominal lower bound”). Mai mult, în economiile dezvoltate, sub constrângerea „saltului sub zero”, chiar cadrul strategic de țintire a inflației a început să fie pus în discuție pentru a vedea dacă și ce modificări sunt necesare.

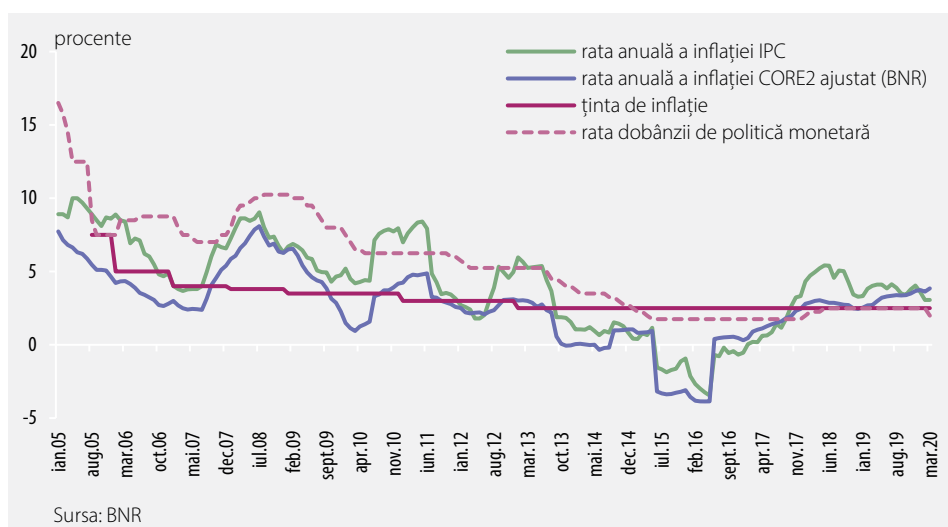
În schimb, în grupul economiilor aflate în faza „normală” a ciclului economic, instrumentele folosite continuă să fie cele convenționale, principalul instrument rămânând managementul ratei dobânzii. După cum voi discuta în secțiunea următoare, „desincronizarea” instrumentelor folosite ar putea să nu rămână fără consecințe negative pentru spațiul de manevră al politicilor monetare conduse cu instrumente convenționale din economiile emergente.

După Marea Depresie economică din perioada 1929-1933, România s-a aflat permanent în grupa economiilor cu rate ale inflației și cu rate nominale ale dobânzii de politică monetară relativ înalte. Cu alte cuvinte, s-a aflat mereu, inclusiv după criza din 2008, în faza „normală” a ciclului de afaceri, indiferent dacă a traversat o recesiune sau o fază de expansiune. Această poziție a echivalat cu existența permanentă a unui

spațiu de manevră pentru măsurile convenționale de politică monetară. Totuși, pe plan intern, această poziție „privilegiată” nu a fost de la început înțeleasă. Adeseori, BNR a fost criticată pentru că nu a adoptat după 2008 politici monetare asemănătoare celor din țările dezvoltate. Pentru unii analiști și politicieni din economiile emergente, desincronizarea brutal dezvăluită de criza din 2008 a rămas o enigmă chiar și în ultimii 12 ani, ceea ce explică de ce au fost și au rămas foarte critici față de deciziile băncilor centrale din economiile emergente de a nu folosi instrumente neconvenționale.

BNR a trecut la strategia de țintire a inflației în august 2005. Inițial a pornit cu o țintă centrală de inflație de 7,5 la sută, care a fost ajustată gradual până în 2013, când a fost stabilită la 2,5 la sută, valoare valabilă și în prezent. Măsurile de politică monetară pe care BNR le-a utilizat pentru a aduce rata inflației în linie cu ținta de inflație au fost managementul ratei dobânzii de politică monetară (Fig. 6), îngustarea coridorului format de ratele dobânzilor la facilitățile de depozit și de credit (Fig. 7), managementul lichidității și managementul ratelor rezervelor minime obligatorii în lei și în valută (Fig. 8) și o flotare dirijată a cursului de schimb.

Fig. 6. Rata inflației și ținta de inflație a BNR în perioada ianuarie 2005 – martie 2020



Datele prezentate în Fig. 6 arată trei lucruri: (i) că, în România, inflația, ținta centrală de inflație și rata nominală a dobânzii de politică monetară au urmat o tendință de scădere, ajungând la niveluri similare celor existente în economiile dezvoltate înainte de criza din 2008 sau similare chiar cu nivelurile recente înregistrate în unele țări dezvoltate (vezi SUA, Fig. 5); (ii) în perioada ianuarie 2014 – septembrie 2017, inflația prețurilor de consum a fost sub limita de jos a benzii de inflație țintită de BNR, în perioada iunie 2015 – decembrie 2016 apărând chiar o deflație indusă de decizia autorităților de a reduce unele impozite, în special taxa pe valoarea adăugată; (iii) BNR nu a răspuns prin modificări ale ratei dobânzii de politică monetară nici atunci când inflația prețurilor de consum a crescut semnificativ peste valoarea centrală a țintei din cauze generate de șocuri pe partea ofertei, de exemplu în perioada iunie 2010 – iunie 2011, nici atunci când a scăzut, ca în perioada iulie 2015 – august 2017.

Fig. 7. Bilanșurile băncilor centrale din SUA (Fed), Regatul Unit (BOE), Japonia (BOJ) și zona euro (ECB), active totale

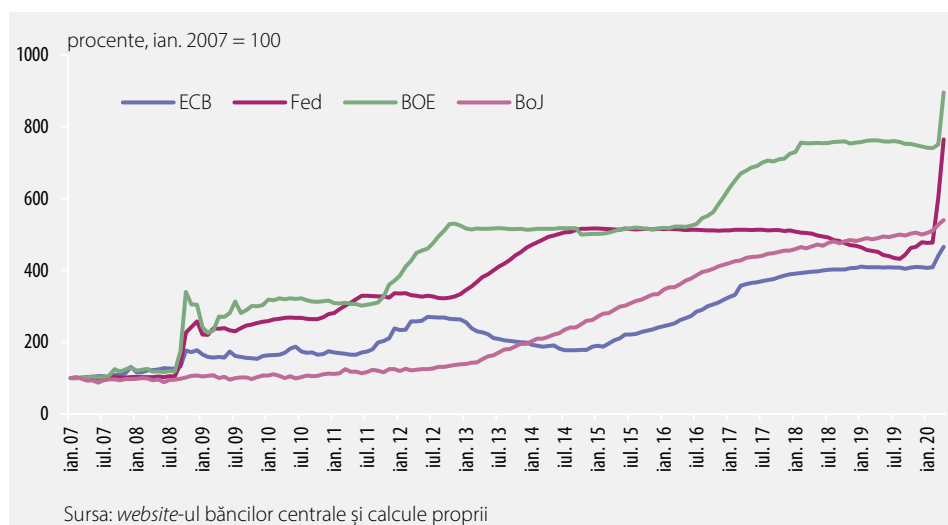
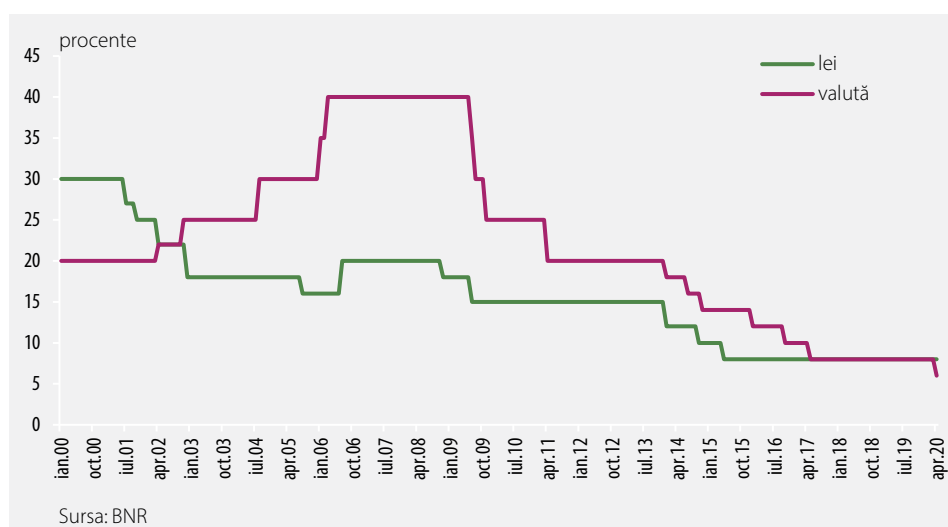


Fig. 8. Ratele rezervelor minime obligatorii în România



Scăderea ratei nominale a dobânzii și a țintei de inflație spre niveluri similare celor existente în țările dezvoltate nu indică în niciun fel că economia noastră s-a îndreptat până în prezent către contextul acelor țări, caracterizat de inflații mici și rate nominale scăzute de dobândă, ce reflectă slăbirea cererii. Similitudinea nu poate fi judecată decât pornind de la nivelul real al ratei naturale (neutre) a dobânzii și de la anticipațiile inflaționiste.

În țările dezvoltate, estimările pentru rata neutră variază, dar indică mai degrabă niveluri scăzute. De exemplu, unele estimări pentru SUA se plasează între -1 la sută și 1 la sută. Estimările „two-sided” făcute de Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) pe 27 februarie 2020 după metoda Laubach și Williams (2003) pentru SUA pentru perioada 2009-2019 au variat între 0,67 la sută și 1,07 la sută. Rata neutră este estimată pentru zona euro la 0,2 la sută și pentru Japonia la 1 la sută. Pentru

Regatul Unit sau Canada, ratele neutre reale sunt estimate la niveluri mai mari, de 1,4 la sută și respectiv 1,6 la sută (vezi autorii citați în Bernanke (2020), estimările după metodele Laubach și Williams (2003) și Holston, Laubach și Williams (2017) prezentate pe <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar> și estimările prezentate în Hamilton *et al.* (2016).

Presupunând că în SUA rata neutră reală este de 1 la sută și că anticipațiile sunt ancorate la ținta de 2 la sută, atunci rata neutră nominală ar fi de 3 la sută. În cazul în care rata neutră reală ar fi de -1 la sută și anticipațiile ar fi ancorate la 2 la sută, atunci rata neutră nominală ar fi de doar 1 la sută. Oricare ar fi nivelul *de facto* al ratei reale neutre, șocul determinat de SARS-CoV-2 a redus anticipațiile inflaționiste. De exemplu, pentru SUA, estimările din septembrie 2020 făcute de Federal Reserve Bank of Cleveland (FRBC) indicau anticipații inflaționiste pe 2 ani de 1,5 la sută în martie 2019, de doar 0,5 la sută și 0,4 la sută în aprilie și respectiv mai 2020 și de 1,3 la sută în septembrie 2020. Rata neutră reală estimată de FRBNY pe 27 septembrie 2020 după metoda Laubach și Williams (2003) era de 0,33 la sută pentru trimestrul încheiat pe 31 martie 2019 și de 0,36 la sută pentru trimestrul încheiat pe 30 iunie 2020. Estimările („one sided”) ale ratei neutre reale pe baza metodologiei prezentate în Holston, Laubach și Williams (2017) erau de 0,47 la sută pentru trimestrul încheiat pe 1 aprilie 2020 și de 0,03 la sută pentru trimestrul încheiat pe 1 iulie 2020. Pe această bază, putem spune că rata neutră nominală în SUA s-a situat semnificativ sub nivelul țintei de inflație de 2 la sută după ambele metode de estimare a ratei neutre reale (Laubach și Williams (2003) și Holston, Laubach și Williams (2017)) imediat după primul val al pandemiei, când anticipațiile inflaționiste au scăzut, dar reveniseră în apropierea nivelului țintei de inflație în trimestrul al doilea din 2020, dacă avem în vedere doar estimarea „two-sided” după metoda Laubach și Williams (2003).

Probabil că scăderea anticipațiilor inflaționiste a făcut ca în multe alte țări dezvoltate ratele neutre nominale să scadă sub nivelurile țintei de inflație. Din ecuația lui Fisher rezultă că dacă rata neutră reală (r) este zero sau pozitivă, rata neutră nominală mai mică decât ținta de inflație apare doar dacă anticipațiile inflaționiste scad temporar sub nivelul la care s-au stabilizat pe termen lung, de regulă la nivelul țintei de inflație (π^*), cu o cantitate x mai mare decât $r(1+\pi^*)/(1+r)$. Pe de altă parte, după cum voi detalia mai jos în legătură cu spațiul de manevră convențional, rata neutră nominală nu scade niciodată sub zero, dacă nivelul la care sunt stabilizate anticipațiile inflaționiste, adică ținta de inflație, este mai mare sau egal cu minus $r/(1+r)$, indiferent dacă rata reală neutră este pozitivă sau negativă. În consecință, este de presupus că în multe țări dezvoltate, atât timp cât ratele neutre reale au rămas pozitive și nivelurile neutre nominale au rămas pozitive.

În țările dezvoltate, ratele reale neutre și anticipațiile inflaționiste se situează în general la niveluri relativ mici și de aceea este dificil ca ratele reale de politică monetară să scadă sub acele niveluri suficient pentru a stimula cererea agregată, chiar dacă ratele nominale ale dobânzii de politică monetară sunt setate la zero. Din moment ce rata naturală reală depinde de factori reali ce pot fi influențați de reforme structurale, care necesită timp, ceea ce rămâne de făcut pentru politica monetară din țările dezvoltate

pe termen scurt este să contribuie la creșterea anticipațiilor inflaționiste la nivelul țintei de inflație.

În România, situația este diferită față de țările dezvoltate nu atât prin nivelul ratei neutre reale, cât prin nivelul anticipațiilor, care se situează la niveluri comparativ mai mari. Factorii reali de care depinde rata neutră a dobânzii, ca și nivelul potențial al producției, sunt tehnologia (productivitatea), munca, capitalul, preferințele, cheltuielile publice reale, schimbările în natura și severitatea reglementării etc. În România, în ultimii ani, între acești factori, cel care a suferit modificări importante se referă la cheltuielile reale ale guvernului. Acestea au crescut și probabil că au contribuit la creșterea ratei neutre. Împreună, scăderea unor impozite și creșterea cheltuielilor au condus la deficite bugetare care au atins aproximativ 3 la sută din PIB în perioada 2016-2018 și 4,3 la sută din PIB în 2019. Este totuși probabil ca influența acestora asupra ratei naturale reale să fi fost relativ mică, din moment ce au crescut mai ales cheltuielile publice curente cu salariile și cheltuielile sociale și nu cheltuielile dedicate investițiilor în infrastructură, creșterii educației, programelor referitoare la calificările profesionale etc.

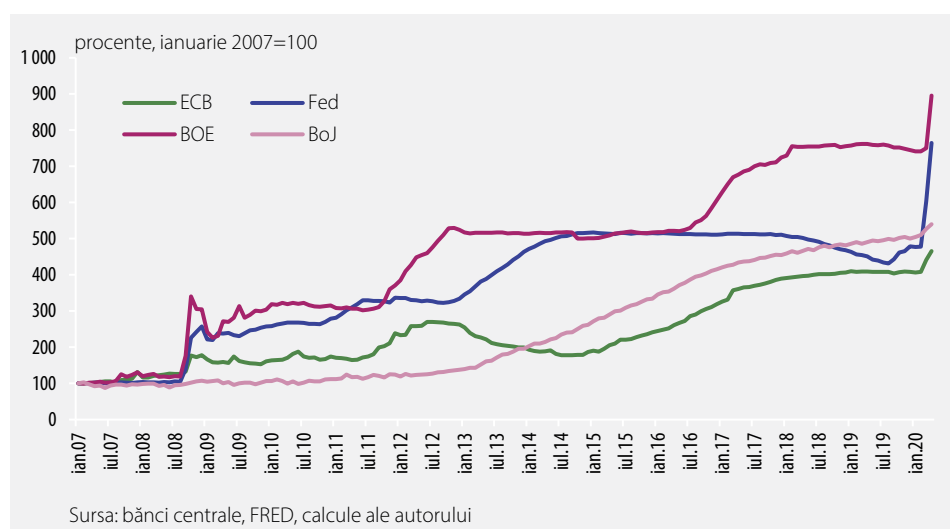
Estimarea ratei naturale reale a dobânzii este acompaniată de multă incertitudine. Estimările cele mai recente arată că în România rata neutră reală este sub 2 la sută în termeni reali. Probabil că este mai sigur să considerăm că rata neutră reală este 1,6 la sută. Aceasta înseamnă că în România, dacă rata neutră reală ar fi de 1,6 la sută și anticipațiile ar fi ancorate pe termen lung la 2,5 la sută (cât este valoarea centrală a țintei de inflație), rata naturală nominală ar fi de 4,1 la sută. Acesta ar fi spațiul de manevră al politicii monetare în România. Cu alte cuvinte, rata naturală reală poate scădea cu 4,1 puncte procentuale (adică de la 1,6 la sută la -2,5 la sută) pentru ca stabilirea ratei nominale a dobânzii de politică monetară la zero să asigure o inflație stabilă de 2,5 la sută și ocuparea deplină a forței de muncă. La momentul acestei analize pare suficient. Dar, în cazul unei recesiuni, spațiul disponibil depinde de cât de mult va scădea rata neutră reală sub șocul care generează recesiunea, scădere care va rămâne întotdeauna incertă, și de cât de bine sunt ancorate anticipațiile.

Spre comparație, spațiul de manevră din SUA s-a dovedit mic începând cu 2008 și până de curând. Fed a redus rata nominală efectivă de politică monetară de la 5,25 la sută în august 2007 la virtual zero spre finalul anului 2008. Rata neutră nominală a fost probabil în medie de 2,47 la sută în ultimul trimestru din 2008 (suma dintre media anticipațiilor inflaționiste pe 2 ani din ultimele trei luni ale anului 2008 estimate de FRBC în mai 2020 și rata neutră reală estimată în 27 februarie 2020 pentru ultimul trimestru din 2008 de FRBNY după metoda prezentată de Laubach și Williams, 2003). Atunci, reducerea cu aproape 2,47 puncte procentuale sub rata neutră nominală nu a reușit să conducă la creșterea dorită a anticipațiilor inflaționiste și la reluarea creșterii economice. De aceea, a fost nevoie de relaxări cantitative și de ghidări prospective, care au funcționat la randamente descrescânde câțiva ani. O situație asemănătoare în natură a fost și este caracteristică în general țărilor dezvoltate.

Ca răspuns la șocul produs de distanțarea socială, Fed a redus intervalul-țintă al ratei dobânzii („federal funds rate”) de la 1,5-1,75 la sută în februarie la 0-0,25 la sută și a inițiat o serie de programe de furnizare de lichiditate și de facilitare a creditării.

Programe similare celui din SUA a adoptat și BCE, fără a mai fi însă în poziția de a reduce rata dobânzii. Expandarea bilanțurilor BCE, Fed, Băncii Japoniei și Băncii Angliei începând din 2007 și până în martie 2020 este prezentată în Fig. 9.

Fig. 9. Bilanțurile băncilor centrale din SUA (Fed), Regatul Unit (BOE), Japonia (BOJ) și zona euro (ECB), active totale



Ca răspuns la șocul determinat de distanțarea socială impusă de răspândirea infecțiilor cu SARS-CoV-2, în martie 2020 BNR a redus rata dobânzii de la 2,5 la sută la 2 la sută, în mai 2020 la 1,75 la sută, iar în 5 august 2020 la 1,5 la sută. În aceste condiții, presupunând că rata reală naturală a dobânzii este de 1,6 la sută și ținând cont că ținta de inflație este de 2,5 la sută, rata actuală de politică monetară este cu cel mult 2,6 puncte procentuale sub nivelul nominal al ratei neutre. Acest *gap* stimulator s-ar putea dovedi suficient sau nu, depinzând de cât de mult scade rata neutră reală în timpul adâncirii recesiunii, care la rândul ei depinde de o multitudine de factori, între care esențial rămâne ținerea sub control a răspândirii virusului în toate țările și de reluarea activităților economice.

BNR a redus rata dobânzii după ce, anterior, la începutul lunii februarie 2020, a redus rata rezervelor minime obligatorii pentru pasive în valută ale băncilor de la 8 la 6 la sută și a trecut ulterior relativ rapid din poziția de debitor net al sistemului bancar în poziția de creditor net. În plus, a îngustat treptat coridorul format în jurul ratei de politică monetară de ratele dobânzilor la facilitățile de depozit (1,25 la sută începând din mai 2020 și 1 la sută începând din august 2020) și la cea de credit (2,25 la sută începând din mai 2020 și 2 la sută începând din august 2020), stimulând creditarea; a derulat cumpărări de titluri de stat pe piața secundară pentru a disipa tensiunile generate de pandemie pe piața financiară în luna martie și a facilitat tranzacțiile pe această piață în bune condiții; a asigurat permanent, atât prin operațiuni *repo*, cât și prin continuarea cumpărărilor de titluri de stat, lichiditatea din sistemul bancar necesară finanțării în bune condiții a sectorului public și a celui privat; în fine, a relaxat reglementările prudențiale referitoare la tratarea creditelor neperformante pentru a stimula creditarea.

3. Strategia în cazul pierderii spațiului pentru politici monetare convenționale

Unele dintre măsurile pe care tocmai le-am amintit ar fi putut fi luate indiferent de existența spațiului de manevră în sensul la care ne-am referit la el. Măsurile se aleg în funcție de care dintre obiectivele pe care le-am menționat la început se doresc a fi atinse. De exemplu, reducerea ratei rezervelor minime obligatorii, relaxarea unor reglementări sau cumpărarea de titluri de stat pe piețele secundare pentru o perioadă nedeterminată contribuie direct la înlăturarea unor disfuncționalități sau la întărirea stabilității financiare a economiei și nu depind de existența spațiului de manevră. În schimb, de existența lui depinde capacitatea politicii monetare de a realiza obiectivul referitor la stabilitatea prețurilor prin exploatare explicită sau implicită a compromisului pe termen scurt între producție și ocupare, pe de o parte, și inflație, pe de altă parte. Reducerea eficientă a ratei nominale a dobânzii de politică monetară, adică aplicarea unei politici monetare convenționale, nu ar fi fost posibilă în lipsa spațiului necesar. Banca Națională a României și alte bănci centrale din regiunea noastră dispun de un spațiu de manevră prin măsuri convenționale relativ mare. Pentru că acest spațiu există, BNR poate să continue să reducă rata dobânzii de politică monetară dacă evoluția economiei o va cere. Dincolo de efectul pe care îl are în stimularea consumului, simplul fapt că măsura este disponibilă induce încredere.

Totuși, condițiile care au permis utilizarea de politici monetare convenționale s-ar putea schimba. Țările dezvoltate, care produc o însemnată parte a producției globale, s-au confruntat treptat cu schimbarea condițiilor care le-au anulat spațiul de manevră al politicilor convenționale. Politicile monetare din Japonia luptă de mai bine de două decenii, iar cele din celelalte țări dezvoltate de mai bine de un deceniu să recâștige acel spațiu pentru măsuri convenționale. Până în prezent, nu au reușit. Ratele reale neutre au rămas prea mici sau, altfel spus, băncile centrale nu au reușit să producă suficientă inflație pentru a plasa ratele reale ale dobânzilor sub nivelul natural. Pornind de aici, am putea deduce că, pe măsură ce alte țări îndeplinesc condițiile care împing ratele reale neutre în jos (îmbătrânirea populației, preferința de timp, creșterea avuției, schimbările tehnologice etc.) și reușesc să stabilizeze anticipațiile inflaționiste la niveluri scăzute, rezultatul ar putea fi similar. În condițiile în care în anul 2020 economia mondială va intra într-o recesiune ce s-ar putea extinde încă 1-2 ani, ratele reale negative ale dobânzilor ar putea apărea și înrădăcina la niveluri scăzute și în economiile emergente din regiune. Aceasta înseamnă că băncile lor centrale ar putea să piardă spațiul de manevră necesar pentru implementarea politicilor monetare prin managementul ratei dobânzii pe termen scurt. Aceste bănci vor avea nevoie de o strategie de acțiune.

Obiectivele la care ne-am referit în introducere sunt esențiale în formularea unei astfel de strategii. Obiectivele referitoare la stabilizarea disfuncționalităților de pe piețele financiare vor avea nevoie de programe similare în natură celor prin care

Fed, BCE, Banca Japoniei sau Banca Angliei au furnizat facilități de credit, de *swap*-uri valutare etc. Celelalte obiective, referitoare la inflație, ocupare și producție, au nevoie de un spațiu adecvat de manevră pentru politica monetară. Acest spațiu poate fi (re)oferit prin măsurile neconvenționale. Politicile dedicate celor două grupe de obiective (stabilizarea disfuncționalităților, pe de o parte, și inflația și ocuparea/producția, pe de altă parte) sunt necesare să fie separate, chiar dacă ambele ar fi implementate prin cumpărări de active.

În scopul separării clare, cumpărările de active pentru disiparea turbulențelor/disfuncționalităților financiare ar putea fi complet sterilizate, în timp ce, evident, cumpărările de active în scopurile politicii monetare nu vor fi sterilizate. Cele două tipuri de programe ar trebui anunțate periodic, dependent de evoluția datelor economice și pe intervale suficient de mari de timp pentru a întări credibilitatea lor.

În general, pierderea spațiului de manevră face orice politică nerelevantă. Din acest motiv, strategia băncii centrale are în mod necesar ca valoare centrală prezervarea spațiului de manevră.

Experiența arată că există două tipuri de soluții pentru creșterea spațiului de manevră în cazul în care managementul ratei nominale a dobânzii de politică monetară nu mai poate fi practicat. Primul tip de soluții, după cum am subliniat mai sus, sunt cele care țintesc la influențarea cererii prin intermediul ratelor dobânzii. Aici decizia privește alegerea, asupra căreia voi reveni imediat, între, pe de o parte, deja menționatele relaxări cantitative, ghidări prospective etc. și, pe de altă parte, creșterea valorii centrale a țintei de inflație. Prin creșterea țintei de inflație se poate ajunge la ancorarea anticipațiilor inflaționiste la valori mai mari. Astfel, șansa politicii monetare să plaseze rata reală a dobânzii de politică monetară la o valoare mai mică decât rata neutră reală crește, astfel crescând șansa de relansare a creșterii economice. A doua soluție este cea a „banilor din elicopter”.

Natura celor două tipuri de soluții le face să aibă avantaje și costuri diferite. Pentru fiecare instrument trebuie înțeles bine ce canal de transmisie al politicii monetare va fi activat în cea mai mare măsură în cazul concret al economiei noastre. Există o largă literatură care studiază atât canalele prin care relaxările cantitative sau alte instrumente neconvenționale ce operează asupra cererii prin intermediul ratei dobânzii transmit politica monetară, cât și modul de formare a anticipațiilor referitoare la politica monetară bazată pe instrumente neconvenționale. Concluzia este aceea că rolul canalelor convenționale (cel al creditului și cel al creșterii prețurilor activelor) s-a manifestat în proporții total diferite, în etapa relaxărilor cantitative canalul creditului cedând rolul principal canalului avuției. Probabil că reducerea rolului creditului a fost influențată de faptul că relaxările cantitative au fost adoptate în același timp cu introducerea de reglementări financiare excesive. Împreună, acestea au dus la creșterea riscului de piață al unor active, la scăderea riscului de credit și creșterea cererii pentru active lichide, la reducerea costului de oportunitate al plasamentelor bancare și, nu în ultimul rând, la schimbarea condițiilor de eligibilitate a clienței.

Trecerea de la măsuri convenționale la măsuri neconvenționale înseamnă, în esență, trecerea de la administrarea capătului scurt al curbei randamentelor la administrarea capătului lung al acestora. Atât timp cât există spațiu pentru politici monetare convenționale, adică politica rămâne potentă referitor la obiectivele privind inflația pe termen lung și producția și ocuparea pe termen scurt, acțiunile de politică monetară sunt concentrate pe modificarea ratelor dobânzilor pe termen scurt. Acest lucru este suficient pentru ca anticipațiile inflaționiste, cele privind viitoarele rate reale ale dobânzii de politică monetară și prima de timp să transmită modificările respective în ratele dobânzilor pe toate maturitățile curbei randamentelor.

Și în perioadele în care nu există spațiu de manevră, măsurile adoptate de banca centrală depind de obiectivele avute în vedere. Dacă este necesară eliminarea unei disfuncționalități a pieței financiare/monetare care face elasticitatea cererii de bani în raport cu rata dobânzii virtuală infinită (capcana lichidității), atunci simpla reducere a ratei dobânzii la zero ajută. Lucrurile se complică însă dacă scopul este stimularea activității economice. După cum a arătat practica de început a politicilor monetare neconvenționale, preferința foarte mare pentru lichiditate poate face ca băncile să ia banii ieftini de la banca centrală și să-i depoziteze ca rezerve la banca centrală. În consecință, oferta de bani a băncii centrale (pasivul bilanțului băncii centrale, și anume numerar plus rezervele băncilor la banca centrală) crește. Dacă însă, din cauza creșterii preferinței pentru lichiditate, băncile nu acordă credite și, în consecință, nu „scriu” noi depozite în conturile clienților, oferta totală de bani către publicul nebanca (pasivul consolidat al sistemului bancar, și anume numerar plus depozitele publicului nebanca) crește nesemnificativ, pentru că banii nu se multiplică. Simpla creștere a bilanțului băncii centrale ajută la disiparea disfuncționalităților de pe piața financiară, dar nu ajută direct scopul reluării creșterii economice, dacă nu atinge o anumită calitate a structurii pe maturități a activelor sale.

Pentru a stimula reluarea creșterii economice și a ocupării forței de muncă în condițiile în care stabilirea ratei dobânzii la zero este insuficientă, politicile monetare vor avea nevoie să reducă ratele dobânzilor pe termen lung. În consecință, pentru a atinge aceste scopuri, instrumentele neconvenționale, de exemplu, relaxările cantitative, nu trebuie înțelese ca o simplă modalitate de a crește baza monetară. Pentru a putea reduce ratele dobânzilor pe termen lung, cumpărările de active trebuie să se refere la activele cu maturități lungi ale publicului nebanca. Aceasta determină o schimbare în structura avuției financiare a acestui public, măbind oferta de bani, crescând prețul activelor și reducând dobânzile pe termen lung, ceea ce stimulează activitatea economică.

Teoretic, eficiența cumpărărilor de active financiare cu maturități lungi de către banca centrală poate fi afectată negativ de politica fiscală. Dacă, în același timp în care banca centrală achiziționează active cu maturitate lungă, guvernul ar emite titluri cu maturități lungi în volume mari, ar exista presiuni în sensul scăderii prețurilor acestora și al creșterii ratelor dobânzilor, ceea ce ar fi în conflict cu scopul cumpărărilor efectuate de banca centrală. În practică însă, de regulă, respectându-și independența, cele două autorități – cea monetară și cea fiscală – își coordonează la nivel de experți activitățile.

Adoptarea unui plan de relaxări cantitative ar trebui precedată de revizuirea acelor reglementări care le-ar putea altera eficiența sau în combinație cu care ar distorsiona stimulentele din economie, producând efecte adverse.

Legislația va trebui adaptată, în timp util, pentru a prevedea instrumentele care pot fi achiziționate de banca centrală. Experiența arată că activele ce pot fi cumpărate, includ, pe lângă titlurile de stat, și datorii ale corporațiilor, *bonduri* acoperite, titluri comerciale, acțiuni etc.

Literatura (vezi Bernanke, 2020) sugerează că decizia de a utiliza instrumente neconvenționale sau creșterea țintei de inflație depinde de spațiul de manevră pe care acestea îl pot oferi. Când ratele naturale reale sunt foarte mici și, în combinație cu ținta de inflație la care se presupune că se stabilizează anticipațiile inflaționiste pe termen lung duc la o rată neutră relativ mică, atunci spațiul de manevră dat de măsurile neconvenționale poate fi insuficient. O creștere a țintei de inflație poate fi, în aceste cazuri, de preferat.

În timp ce această concluzie poate fi corectă pentru o economie care deja a intrat în capcana lichidității, ea ar putea sugera exact contrariul pentru o economie care nu se află încă acolo, dar dorește să prevină acest lucru. Principiul fundamental care ghidează stabilirea țintei din perspectiva discutată aici este crearea condițiilor care asigură că rata nominală a dobânzii de politică monetară nu are nevoie să scadă niciodată sub zero (adică i mai mare sau egal cu zero). Această condiție înseamnă asigurarea spațiului de manevră și se îndeplinește, așa cum am menționat, atunci când ținta de inflație (π^*) este mai mare sau egală cu $-r/(1+r)$.

Condiția menționată (pe care am utilizat-o în calculele prezentate în secțiunea anterioară) este ușor de îndeplinit dacă nivelul stabil al ratei naturale reale este pozitiv. Condiția este dificil de îndeplinit, dacă rata reală naturală ajunge la valori negative semnificative. De exemplu, dacă într-o recesiune severă, rata naturală reală ajunge la -3 sau la -4 la sută, atunci ținta de inflație trebuie să fie mai mare de 3,1 la sută sau, respectiv, 4,2 la sută pentru ca spațiul de manevră pentru politica monetară convențională să se prezeve.

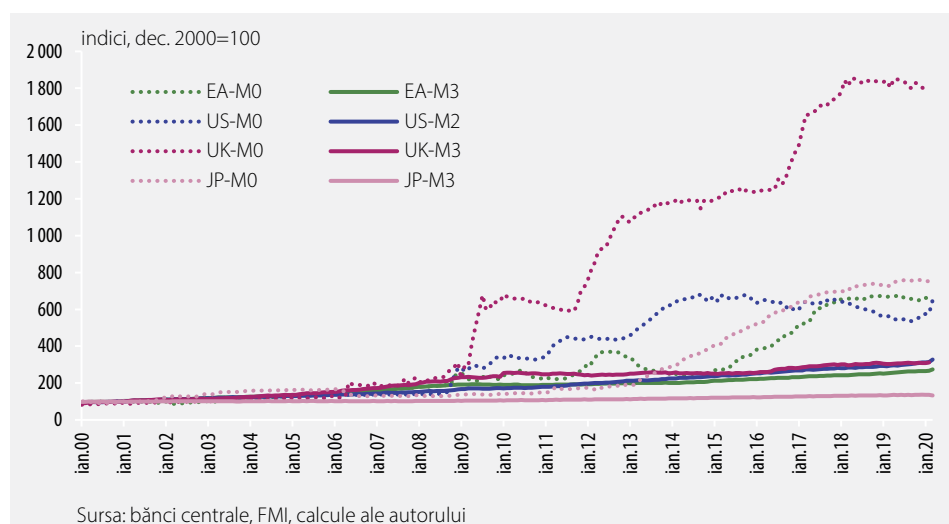
Din păcate, identificarea nivelului la care poate ajunge rata neutră reală într-o recesiune severă este o sarcină ce implică multă incertitudine. În principiu, adoptarea unei ținte mai înalte de inflație trebuie pregătită din timp, prin implementarea unui set de măsuri structurale care să compenseze costurile adiționale ce apar pentru societate de la o inflație mai înaltă (vezi Blanchard *et al.*, 2010). Există studii (vezi, de exemplu, Mertens și Williams, 2019) care arată că în perioadele în care economia este constrânsă să apeleze la instrumente neconvenționale, anticipațiile inflaționiste se ancorează sub nivelul țintei. În consecință, ar trebui studiate și variantele de modificare a cadrului de țintire a inflației, ca o alternativă la creșterea țintei de inflație. O sinteză a dezbaterilor existente pe plan internațional referitoare la acest aspect este prezentată în Isărescu (2019).

Unele bănci centrale (BCE, Banca Japoniei) au apelat la rate negative ale dobânzilor acordate la rezervele în exces ale băncilor comerciale. Această soluție dorește stimularea băncilor să extindă creditul către sectorul real. Ea are însă dezavantajul că

reduce profitabilitatea băncilor, ceea ce în situații dificile nu ajută. În plus, ea poate duce la devalorizarea monedei, ceea ce ar ajuta exporturile, dar ar tensiona bilanțurile agenților cu datorii în valută. Ratele negative și-ar putea atinge scopul, dar aceasta înseamnă ca ele să fie transferate asupra deponenților, ceea ce este politic imposibil.

O posibilitate adesea evocată de mulți cercetători și în același timp practicieni (Bernanke, 2016; Yellen, 2018; Clarida, 2019; Brainard, 2019; Belz și Wessel, 2019) este țarghetarea curbei randamentelor. Ideea principală este aceea că se aleg titluri cu maturități mai degrabă scurte, de exemplu de 1-2 ani, și banca centrală se angajează să atingă un anumit randament pentru maturitatea respectivă. Metoda se deosebește de relaxarea cantitativă, care presupunea anunțarea unei cantități de titluri cu maturități lungi ce vor fi cumpărate, dar al căror rezultat nu este precizat. Controlul curbei randamentelor are asemănări cu practica stabilirii ratei dobânzii pe termen scurt. Pentru a atinge ținta de rată a dobânzii pentru maturitatea aleasă, banca trebuie să cumpere orice cantitate necesară din titlurile respective. În această strategie, credibilitatea băncii este esențială pentru atingerea țintei, după cum este esențială și în strategia țintirii inflației. Odată dovedită credibilitatea prin atingerea țintei de randament pentru maturitatea aleasă, ea va ajuta în orientarea anticipațiilor inflaționiste în viitor. Lipsa de credibilitate implică riscul ieșirii de sub control a mărimii bilanțului. În funcție de credibilitatea băncii centrale, cumpărările de titluri pentru a atinge o țintă de randament în strategia controlului curbei randamentelor poate varia de la zero la întreaga cantitate de titluri cu maturitatea aleasă (Bernanke, 2016; Belz și Wessel, 2019). Instrumentul a fost utilizat de SUA mai intens în anii 1940, controlul prețului *bondurilor* fiind formal abandonat în 1953 (Friedman, 1968). Între țările dezvoltate, în perioada recentă, Japonia a fost cea care a apelat la acest instrument începând din septembrie 2016. Anunțul a fost credibil, astfel că Banca Japoniei a cumpărat în trei ani mai puține titluri decât a cumpărat în trei ani de la lansarea programului de relaxări cantitative în 2013 (Belz și Wessel, 2019). În Fig. 9 se vede că panta creșterii bilanțului Băcii Japoniei s-a atenuat începând cu 2016. Spre comparație, în Fig. 10 sunt prezentate expansiunile bazei monetare și a banilor în sens larg în SUA, Regatul Unit, Japonia și zona euro.

Fig. 10. Baza monetară (MO) și banii în sens larg între ianuarie 2000 și martie 2020



În fine, „banii din elicopter” reprezintă transferuri directe de bani de la banca centrală la guverne pentru a finanța deficite bugetare sau la publicul larg. În practică ele nu ar fi posibile în actualul cadru legislativ european. Totuși, teoretic, astfel de transferuri ajută direct cererea agregată, neavând nevoie de intermedierea ratelor dobânzii, dar nu sunt reversibile. Pentru că inversarea nu apare, baza monetară crescută prin aceste operațiuni ar trebui redusă când inflația va crește peste nivelurile dorite, doar pe cheltuiala băncilor centrale, care ar putea face pierderi masive. În extremis, după ce ar acoperi aceste pierderi din capitalul propriu, băncile centrale ar avea nevoie de recapitalizare de la guverne. Aceasta ar fi o cale pe care s-ar putea pierde independența băncilor centrale.

Bibliografie

- Amato, Jeffery „The Role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy”, BIS Working Paper No. 171, 2005
- Bernanke, S. Ben
James, Harold „The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An international Comparison”, NBER Working Paper No. 3488 (October), 1990
- Bernanke, S. Ben „The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economist, Richmond, Virginia, March 10, 2005
- „Global Imbalances: Recent Developments and Prospects”, Speech delivered at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, (September 11), 2007
- „Why are Interest Rates so Low, Part 4: Term Premiums”, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/13-interest-rate-term-premiums>, 2015
- „The New Tool of Monetary Policy”, *American Economic Review* 2020, pp. 110(4): 943-983 (<https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943>), 2020
- „What Tools Does the Fed Have Left? Part 2: Targeting Longer-term interest rates”, Brookings Institution (March 24), 2016
- Belz, Sage
Wessel, David „What is Yield Curve Control?”, Brookings Institution (August 14), 2019
- Blanchard, Olivier
Giovani, Dell’Ariccia
Paolo, Mauro „Rethinking Macroeconomic Policies”, IMF Staff Position Note 10/03, 2010
- Bordo, Michael
Wheelock, David „Price Stability and Financial Stability: The Historical Record”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review September/October, 1998
- Bordo, Michael
Dueker, Michael
Wheelock, David „Aggregate Price Shocks and Financial Instability: An Historical Analysis”, NBER Working Paper 7652, April, 2000
- Borio, Claudio „Through the Looking Glass”, OMFIF City Lecture, 22 September, London, 2017
- Borio, Claudio
Lowe, Philip „Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, BIS Working Papers No. 114, 2002
- Borio, Claudio
Disyatat, Piti „Low Interest Rates and Secular Stagnation: Is Debt a Missing Link?”, www.voxeu.org (June), 2014

- Borio, Claudio
Disyatat, Piti
Rungcharoenkitkul, Phurichai
„What Anchors for the Natural Rate of Interest?”, BIS Working Papers No. 777, 2019
- Brainard, Lael
„Fed Listens“ in Richmond: How Does Monetary Policy Affect Your Community?”, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond Community Listening Session, 2019
- Cecchetti, Stephen
Disyatata, Piti
Kohler, Marion
„Integrating Financial Stability: New Models for a New Challenge”, essay prepared for the joint BIS-ECB Workshop on Monetary policy and financial stability, Basel, Switzerland, 10-11 September 2009, 2009
- Clarida, Richard
Gertler, Mark
Gali, Jordi
„The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII (December 1999), 2000, pp. 1661-1707
- Clarida, Richard H.
„The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices”, Remarks at „2019 U.S. Monetary Policy Forum”, University of Chicago Booth School of Business”, <https://www.bis.org/review/r190225e.pdf>, 2019
- Currie, L.C.
„Bank assets and banking theory”, unpublished PhD thesis, Harvard University (apud, Laidler (2002), „Rules, Discretion and Financial Crises in Classical and Neoclassical Monetary Economics”, in *Economic Issues*, Vol. 7, Part 2), 1931
- Cúrdia, Vasco
Woodford, Michael
„Credit Frictions and Optimal Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 84, 2016, pp 30-65
- Friedman, Milton
Anna, Schwartz
„A Monetary History of the United States, 1867-1960”, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963
- Friedman, Milton
„The Role of Monetary Policy”, *American economic Review* 58, 1968, pp. 1-17
- Gertler, Mark
Kiyotaki, N.
A Prestipino
„A Macroeconomic Model with Financial Panics”, NBER Working Papers, no. 24126, 2017
- Gertler, Mark
Gilchrist, Simon
„What Happened: Financial Factors in the Great Recession”, NBER Working Papers, no. 24746, 2018
- Greenspan, Alan
„Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate”, July 22, 1993
- Hamilton, James
Harris, S. Ethan
Hatzius, Jan
West, Kenneth
„The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future”, *IMF Economic Review*, Vol. 64, issue 4, No 4, 2016, pp. 660-707
- Hayek, Friedrich
„Monetary Theory and the Trade Cycle [1929]”, Jonathan Cape, London, 1933

- Hayek, Friedrich „Profit, Interests and Investments and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations”, A.M. Kelley, reprinted of the 1939 ed., 1969, [1939]
- „Prices and Production”, A.M. Kelley, reprinted of the 1935 ed., 1967, [1935]
- Hawtrey, Ralph „The Art of the Central Banking”, London, Longmans Group (apud, Laidler (2003)), „The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debates”, in *BIS Working Papers 136*, 1932
- Holston, Kathryn
Laubach, Thomas
Williams, C. John <https://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v108y2017is1ps59-s75.html>, Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, <https://ideas.repec.org/s/eee/inecon.html>, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 108(S1), pages 59-75, 2017
- Isărescu, Mugur „Băncile centrale și echilibrul economic”, studiu introductiv la cartea „Viitorul băncilor centrale. Simpozionul tricentenarului Băncii Angliei”, Curtea Veche Publishing, 2019
- Kiley, T. Michael
Roberts, M. John „Monetary Policy in a Low Interest Rate World”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 2017
- Krugman, R. Paul „It’s Baaack: Japans’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 29(2), 1998, pp. 137-206
- Laubach, Thomas
Williams, C. John „Measuring the Natural Rate of Interest”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4 (Nov., 2003), 2003, pp. 1063-1070
- Mertens, M. Thomas
Williams, C. John „Monetary Policy Frameworks and the Effective Lower Bound on Interest Rates”, June 28, 2019
- Schwartz, J. Anna „Why Financial Stability Depends on Price Stability”, *Economic Affairs*, 21-25, 1995
- „Financial Stability and the Federal Safety Net”, in William S. Haraf and Rose Marie Kushneider, eds., *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington, D.C.: American Enterprise Institute, 1998, p. 53 (apud Bordo and Wheelock, 1998)
- Simons, C. Henry „Rules Versus Authorities in Monetary Policy”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 44, Number 1 (February), University of Chicago, 1936
- Summers, Lawrence „U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, National Association for Business Economics
- Temin, Peter „Lessons from the Great Depression”, Cambridge, MIT Press, 1989

- Triffin, Robert „The Mith and Realities of the So-called Gold Standard,” in *The Evolution of the International Monetary System: Hystorical Reappraisal and Future Prospects*, Princeton University Press, 1964
- Wicksell, Knut „Interest and Prices: A Study of Causes Regulating the Value of Money”, [Original publication date: 1898], translated by R. F. Kahn, Macmillan, 1936
- Woodford, Michael „Optimal Monetary Policy Inertia”, *Seminar Paper No. 666*, Institute for International Economic Studies, S-106 91 Stockholm, Sweden (April), 1999a
- „Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?”, on Svensson (1999), (September 29), (1999b),
- „Interest and Prices: Foundations of a Theory of Theory of Monetary Policy”, Princeton University Press, 2003
- Yellen, Janet „Comments on the Monetary Policy ar the Effective Lower Bound”, *Brookings Papers on Economic Activity*, September 13-14, 2018

