

LUCIAN CROITORU

DESPRE  
ECONOMIE,  
CU / și FĂRĂ  
FORMULE



PROFIT 

# Cuprins

<b>Mulțumiri</b> .....	7
------------------------	---

## **PARTEA ÎNTÂI**

### **Criza economică și politicile macroeconomice**

1. „Stagnarea seculară“, „bulele salvatoare“ și creșterea economică în România .....	11
2. Teoria și critica politicii monetare în România .....	91
3. Cercul vicios al politicii fiscale .....	173
4. Politica monetară și dezechilibrele globale (euro, dolarul, yenul și yuanul) .....	187
5. Tendința spre secundaritate în administrarea dezechilibrelor globale .....	199
6. Încărcătura psihologică a primei creșteri a ratei dobânzii .....	237
7. Să nu ucizi o pasăre cântătoare .....	243

## **PARTEA A DOUA**

### **Rata dobânzii, deficitul bugetar și salariile (comentarii despre politica monetară și politica fiscală)**

8. Un deceniu înainte și cinci ani după tăierea salariilor cu 25 la sută în 2010 .....	253
9. O istorie ilustrată a două recesiuni .....	261
10. Despre schimbarea modelului de creștere și forma fără fond .....	269
11. Cum să gândim despre următorii doi ani ai economiei românești .....	277
12. Politica ratei dobânzii și povara creditelor .....	285
13. Pierderile și profiturile BNR .....	291
14. Politica băncilor centrale privind achiziția de aur .....	299
15. Despre cumpărarea de aur de către BNR .....	305
16. O nouă bulă imobiliară în România? .....	311
17. Paradoxul românesc (The Romanian Conundrum) .....	315
18. Prea mult și prea devreme în politica fiscală .....	321
19. Din nou despre Codul Fiscal și politica monetară .....	325
20. De ce depinde „schimbarea cursului politicii monetare“ în perioada 2015–2016 .....	333
21. Contextul dificil al următoarei decizii de politică monetară a BNR .....	339

22. Politica fiscală a anului 2016 .....	351
23. Politica fiscală și politica populismului .....	357
24. Politica monetară în 2016 .....	363
25. Ce inflație ne interesează: cu sau fără TVA? .....	371
26. Legea dării în plată: ceva ce nu am vrea să descoperim vreodată .....	375
27. Problema francului și independența BNR .....	379

### **PARTEA A TREIA**

#### **Economia românească și libertatea sa**

28. Democrație, competiție politică și datorie publică .....	385
29. Ucraina: cauza economică profundă a crizei și lecția pentru România .....	403
30. Pentru ce a luat poporul român Premiul Nobel în economie ....	407
31. Cum își poate salva un prim-ministru țara .....	413
32. „Miracolul românesc“ din 16 noiembrie: o explicație economică ...	419
33. De ce e nevoie de un nou acord cu FMI .....	423
34. Cine nu lasă România să se dezvolte .....	429
35. Este bun un consens politic? Un răspuns din perspectivă economică .....	437
36. Niște zgârie-nori pe chirpici .....	445
37. Simbioza .....	449

### **PARTEA A PATRA**

#### **Interviuri**

38. Capitalismul, între politică și economie .....	457
39. Măsurile de austeritate din 2010–2011 au evitat alunecarea României spre un scenariu de tip Grecia .....	463
40. Atingerea țintelor de deficit trebuie să se realizeze prin raționalizarea cheltuielilor, nu prin creșterea impozitelor .....	475
41. Relaxările fiscale nesustenabile tind să se înmulțească înainte de alegeri .....	481
42. Economia nu este nici de stânga, nici de dreapta .....	489
43. De vorbă cu Lucian Croitoru .....	499
44. Repet: economia nu e de stânga sau de dreapta .....	507
<b>Bibliografie</b> .....	517

<b>Lista revistelor și a site-urilor unde au fost publicate anterior articolele cuprinse în această carte .....</b>	<b>534</b>
---	------------

# PARTEA ÎNTÂI

## **Criza economică și politicile macroeconomice**

# **CAPITOLUL 1**

**„Stagnarea seculară“,  
„bulele salvatoare“  
și  
creșterea economică în România**

## Sumar

În acest studiu am analizat ipoteza „stagnării seculare“, conform căreia fie un deficit de cerere, fie un potențial de creștere deficitar menține creșterea economică la niveluri joase în mod persistent. În legătură cu criza financiară din 2008, au atras atenția două evoluții care necesită explicații: (i) atât în economia SUA, cât și în economiile dezvoltate, bula creditului nu a fost asociată cu excese ale cererii agregate în raport cu producția potențială, deși în unele cazuri, de exemplu în cel al SUA, ritmurile de creștere economică au fost relativ înalte; (ii) după șase ani de la debutul crizei, producția a rămas sub potențial, iar acesta din urmă este cu mult sub ceea ce se estima înainte de criză.

Am arătat că ambele situații pot fi explicate în cadrul standard al modelului neokeynesian, prin șocuri persistente în determinanții exogeni comuni ai ratei naturale a dobânzii și ai producției potențiale: rata preferinței de timp, cheltuielile guvernamentale, tehnologia și, în sfârșit, oferta de forță de muncă de tip Frisch. Prima situație este posibilă datorită unui șoc pozitiv persistent în tehnologie, reflectat în câștiguri de productivitate, care, conform rezultatelor prezentate în literatură, este cel mai important declanșator al unei bule a creditului.

A doua situație este posibilă în două scenarii. Într-un scenariu, un șoc negativ persistent puternic în rata preferinței de timp reduce rata de creștere a producției potențiale și mută rata naturală a dobânzii la niveluri negative. Aceasta este stagnarea seculară în definiția cererii deficitare, în care politicile monetare sunt neconvenționale și ratele mici ale dobânzii duc la apariția unei bule „salvatoare“ a creditului. Astfel, tendința de scădere a ratelor de creștere economică începută în anii '70 este întreruptă temporar de „bule salvatoare“. Arătăm că, pentru a reduce probabilitatea apariției unui astfel de scenariu, țintele de inflație trebuie stabilite în funcție de cel mai scăzut nivel la care este rațional posibil să cadă rata naturală a dobânzii.

Într-un alt scenariu, care este posibil să succedă primului, împreună, șocurile negative puternice în rata preferinței de timp și în tehnologie reduc rata de creștere a producției potențiale, dar lasă rata naturală a dobânzii la niveluri pozitive, permițând politicilor monetare să manipuleze rata nominală a dobânzii. În acest scenariu, nu deficitul de cerere este problema, ci rata scăzută a producției potențiale. În ambele scenarii, ratele de creștere economică rămân reduse în țările dezvoltate, afectând și ratele de creștere economică din economiile emergente.

## 1. Introducere

Creșterea economică este în impas în foarte multe țări ale lumii. La șase ani de la declanșarea crizei, nivelul și rata creșterii PIB sunt sub potențial. Pentru foarte mulți, cauza acestui impas este *bula creditului* pentru locuințe. Mai întâi, ea a accelerat creșterea printr-o creditare frenetică. Apoi, când bula s-a spart, cererea agregată s-a prăbușit și șomajul a crescut. În mod eronat, dar convenabil politic, cauzele bulei au fost identificate în *liberalizările financiare* începute devreme, în anii '80 ai secolului trecut. Prea puțini s-au gândit că bulele nu depind de liberalizările financiare, adică de procese raționale, ci sunt conduse de euforie și panică, procese iraționale inexpugnabile, care se constituie ca forțe foarte puternice ale pieței.

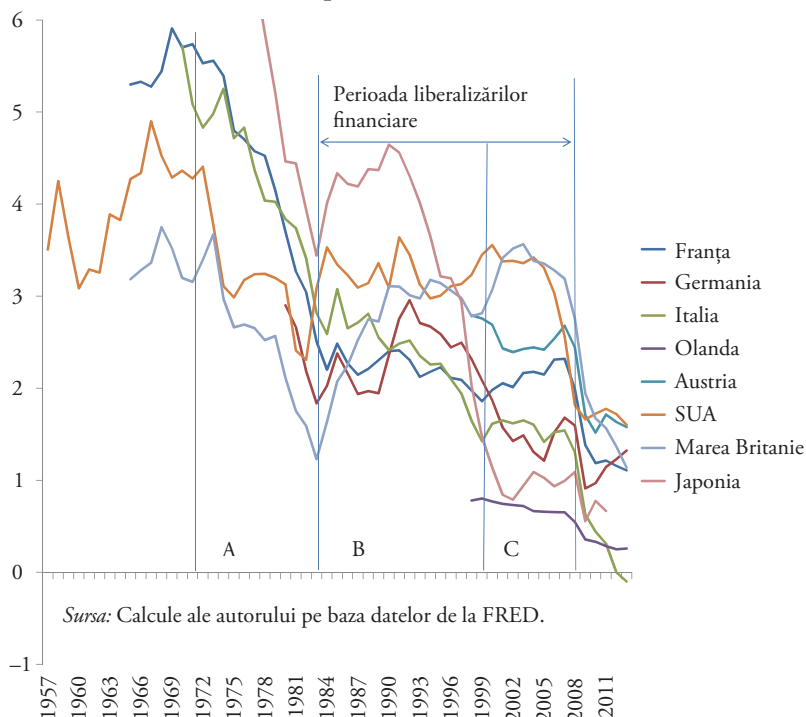
Pentru a atenua amplitudinea ciclului de afaceri în viitor, autoritățile au început un proces de reversare a liberalizărilor prin întărirea în exces a reglementării financiare. În acest proces care necesită multe resurse, pare să se fi uitat că liberalizările financiare au fost inițiate și ca răspuns la *încetinirea creșterii economice* din țările dezvoltate. În SUA, Japonia, Italia, Franța, Marea Britanie și alte economii dezvoltate, tendința de scădere a ritmurilor de creștere a cererii agregate a început încă din anii '70 și continuă la niveluri agravate și în prezent. Totuși, tendințele de încetinire a creșterii (Fig. 1) nu au putut fi oprite de liberalizările financiare, deși acestea din urmă au crescut eficiența alocativă a resurselor.

Sunt două moduri de a interpreta interacțiunea din trecut a bulelor și a liberalizărilor financiare cu încetinirea creșterii economice. Pentru cei care nu cred că sursele ultime ale bulelor sunt euforia și panica, de multe ori inspirate chiar de politici ale guvernelor sau băncilor centrale, modelul care apare este următorul: liberalizările financiare au eșuat în stoparea încetinirii creșterii, dar au reușit să producă bule ale creditului mai ample și mai frecvente, cu consecințe negative (Magdoff și Sweezy, 1987). În viziunea acestui model, pe care îl numesc al „liberalizărilor financiare generatoare de bule“, reîntărirea reglementării este necesară pentru a atenua amplitudinea și frecvența bulelor financiare. Cei care îl îmbrățișează pot argumenta că tendința de reducere a ratelor de creștere (Fig. 1, zona A) a început odată cu creșterea prețului petrolului în anii '70 (Fig. 2, zona A) și s-a atenuat în perioada 1981–1998 (Fig. 1, zona B),

când prețul petrolului a avut un trend descendent (Fig. 2, zona B). Totuși, ei nu pot explica de ce scăderea ratelor de creștere s-a atenuat începând cu 1999 (Fig. 1, zona C), odată cu inițierea trendului de creștere a prețului petrolului (Fig. 2, zona C)<sup>1</sup>.

Celălalt model, îmbrățișat de cei (printre care mă număr și eu) care cred că bulele economice sunt conduse de euforie și panică și că liberalizările financiare sunt necesare pentru stimularea creșterii economice, este următorul: tendința de scădere a ratelor de creștere economică văzută în ultimele aproape cinci decenii și agravată în prezent a fost atenuată de liberalizările financiare începute în anii '80. Inevitabil, fără legătură cu liberalizările financiare și în mod „salvator“, bulele economice au întrerupt de câteva ori această tendință, prin revigorarea temporară a creșterii.

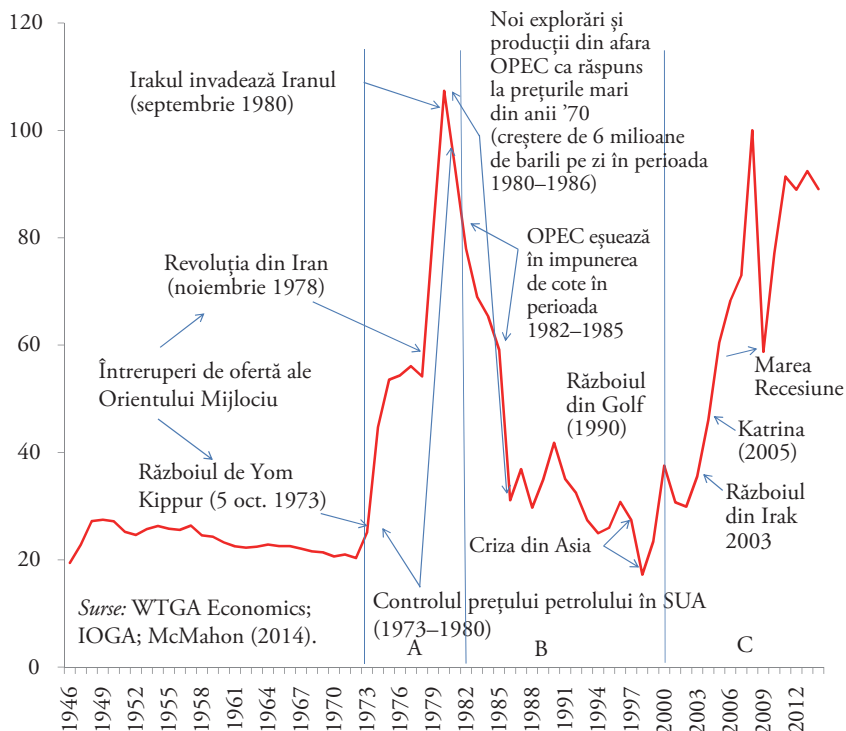
**Fig. 1. Ratele reale de creștere a PIB în țări dezvoltate (medii mobile pe 10 ani ale ratelor anuale, %)**



<sup>1</sup> Prețul mondial al petrolului brut are profilul și valorile din Fig. 2, unde este prezentat prețul petrolului pentru SUA. Singura diferență este înregistrată în perioada 1973–1983, când prețul petrolului mondial a avut profilul din Fig. 2, dar a fost ușor mai mare ca în SUA, care a instituit controlul asupra prețului petrolului în perioada 1973–1980.



**Fig. 2. Prețul petrolului (Illinois Crude, medie anuală) ajustat la inflația SUA din noiembrie 2014 (dolarii/baril)**



Acest model al „bulelor salvatoare” este mai evident în trecutul mai recent, când ratele de creștere au fost relativ mici. Din fericire, până în 2008 liberalizările financiare au împiedicat traiectoriile descendente ale ratelor de creștere economică să se apropie prea mult de zero. Reiese din Fig. 1 că primul deceniu al liberalizărilor financiare a coincis cu o stopare a declinului ratelor de creștere (sau chiar cu o accelerare a lor), după care tendința de scădere s-a reluat, fiind revigorată temporar de trei bule ale creditului, care s-au spart în 1991, 1997 și 2007. O comparație între Fig. 1 și Fig. 2 este din nou de ajutor. Se vede că reluarea accentuată a creșterii prețului petrolului după anul 1999 (Fig. 2, zona C) nu s-a reflectat în scăderea corespunzătoare a ratelor de creștere economică (Fig. 1, zona C), așa cum s-a întâmplat în perioada 1973-1982 (Fig. 2, zona A și respectiv Fig. 1, zona A). Aceste evoluții sprijină ideea că nu scăderea prețului petrolului, ci liberalizările financiare și bulele — acestea din urmă apărând independent de liberalizările respective — au contribuit la temperarea scăderii ratelor de creștere în perioada 1982-2007.

## Lucian Croitoru

Natura umană, care nu s-a schimbat de mii de ani, ne informează că și în viitor va fi la fel. Sub influența euforiei și a panicii, bulele speculative vor devia ratele de creștere economică de la trendul lor<sup>2</sup>, indiferent dacă acesta din urmă ar fi crescător sau descrescător. În particular, atât timp cât trendul rămâne descrescător, vom avea același scenariu al „bulelor salvatoare“ în care, inevitabil, bule economice vor accelera creșterea economică, întrerupând temporar tendința de reducere a ratelor de creștere pe care o imprimă schimbările din factorii fundamentali ai creșterii (capitalul, munca, productivitatea, educația, instituțiile).

Reglementarea excesivă<sup>3</sup> nu va schimba acest model al „bulelor salvatoare“<sup>4</sup>. Totuși, ceva va fi foarte diferit. Regretabil, spre deosebire de perioada 1980–2008, în viitor, reglementarea împovăraătoare inițiată după criza din 2008 va împinge cu forță ratele de creștere în jos. Această forță va exista chiar dacă ratele de creștere vor începe să crească din nou, influențate, de exemplu, de un șoc pozitiv (favorabil) persistent în productivitate sau de un șoc negativ (favorabil) persistent în prețul petrolului.

În secțiunea următoare vom arăta implicațiile ce apar atunci când o reglementare excesivă și un deficit persistent de cerere sunt contemporane. În secțiunea a treia arătăm că, în România, creșterea economică este dependentă de evoluțiile din economiile dezvoltate. Evaluarea creșterii economiei românești din ultimii ani și a perspectivelor ei fără a înțelege ce anume ține cererea sub potențial în țările dezvoltate este o întreprindere neriguroasă. În secțiunea a patra vom defini problema de fond a economiilor dezvoltate. În secțiunea a cincea vom discuta despre rata dobânzii naturale și relația ei cu bulele economice. În

<sup>2</sup> Nu afirmăm aici că alți factori nu deviază rata de creștere de la trend, ci doar că bulele speculative sunt un factor cu o contribuție semnificativă, putând deveni predominante în anumite circumstanțe. De exemplu, dacă admitem că sporurile de productivitate precedă bulele creditului, așa cum se arată în Mendoza și Terrones (2008), atunci abaterile de la trend pot fi rezultatul sporurilor de productivitate și al bulei creditului.

<sup>3</sup> Prin reglementare excesivă înțelegem acea reglementare care este în exces față de obiectivul reglementării de a asigura: (i) transparența acțiunilor unei entități; (ii) reflectarea corectă a operațiilor în contabilitate; și (iii) combaterea fraudei, definită suficient de larg pentru a include și acele acțiuni care încalcă dreptul la liberă alegere (vezi Croitoru, 2013a).

<sup>4</sup> Vezi Croitoru (2013a) pentru argumente care sprijină concluzia că întărirea reglementării nu va duce nici la aplatizarea ciclului economic, așa cum se speră, și nici la reducerea dependenței solvabilității băncilor de ciclul de afaceri.

## Despre economie, cu și fără formule

secțiunea a șasea arătăm că, dacă rata naturală a dobânzii este negativă, bula economică maschează ținta de inflație de care are nevoie economia. Secțiunea a șaptea prezintă determinanții reali ai ratei naturale a dobânzii, iar în secțiunea a opta explicăm stagnarea seculară prin șocurile prelungite în acești determinanți. În secțiunea a noua prezentăm evidențe în sprijinul ipotezei șocurilor persistente. În secțiunea a zecea arătăm de ce politica monetară nu poate evita sau tempera o bulă a prețurilor activelor. În secțiunea a unsprezecea arătăm că rata reală a dobânzii ROBOR este suficient de mică pentru a permite atât apariția unei bule a activelor într-un orizont apropiat, cât și intrarea economiei în capcana lichidității când bula se va sparge. Sunt prezentate măsurile care pot reduce probabilitatea intrării economiei românești în capcana lichidității. Ultima secțiune prezintă concluziile.

## 2. Excesul de reglementare și deficitul persistent de cerere

Povara reglementării intervine într-o perioadă deosebită pentru creșterea economică din țările dezvoltate. Pe de o parte, ratele de creștere economică sunt joase și descrescătoare. Pe de altă parte, ratele de creștere sunt cu mult sub valorile anticipate înainte de criză, atât pentru producția actuală, cât și pentru cea potențială. În plus, nivelurile producțiilor actuale sunt în mod cronic sub cele potențiale.

Acest din urmă aspect este ceea ce Lawrence Summers (2013) numește stagnare seculară<sup>5</sup>, adică un nivel al cererii suficient de redus încât să fie

<sup>5</sup> Ipoteza „stagnării seculare“ nu este nouă. Ea a fost propusă prima dată de Alvin Hansen (1939), care a văzut Marea Depresie ca pe începutul unei etape de stagnare economică, a cărei esență era cererea insuficientă în raport cu nevoia de ocupare a forței de muncă. La acel timp, nu exista conceptul de producție potențială sau de ocupare deplină și nici chiar ideea de produs intern brut. În viziunea lui Hansen, pe termen lung, creșterea cererii este încetinită de scăderea ratei natalității, de încheierea expansiunii teritoriale a fermelor americane (pentru acest aspect vezi p. 11 din lucrarea menționată) și de excesul de economisiri. Scăderea ritmului de creștere a populației sau, cu atât mai mult, scăderea populației duce la scăderea cererii agregate, care determină astfel scăderea cererii pentru investiții. Cu investiții scăzute, productivitatea scade. Astfel, cererea este încetinită atât de scăderea ritmului de creștere a forței de muncă, cât și de încetinirea creșterii productivității. Rezultatul final este o perioadă indefinit de lungă de ocupare scăzută a forței de muncă. Un element central în viziunea lui Hansen este acela că nu există nicio forță naturală care să se opună forțelor ce alimentează stagnarea seculară. Din acest motiv, este nevoie de intervenția guvernelor pentru a evita stagnarea. Al Doilea Război Mondial a dus la creșterea cheltuielilor guvernamentale, acestea din urmă fiind factorul care a permis evitarea stagnării (Eggertsson și Mehrotra, 2014). Elementul pe care vrem să-l subliniem în mod deosebit în această viziune hanseniană

## Lucian Croitoru

nevoie de rate reale ale dobânzii negative pentru ca economisirile să fie egale cu investițiile la nivelul producției potențiale<sup>6</sup>. În noiembrie 2013, într-o conferință la FMI, el a sugerat că, din moment ce, după criză, economia nu și-a reluat rapid creșterea prin refacerea stocurilor și prin reutilizarea capacităților neutilizate, așa cum era de așteptat, atunci există o problemă cu creșterea economică pe termen lung. Dacă nu ar fi fost o astfel de problemă, spargerea bulei imobiliare ar fi putut muta nivelul PIB sub potențial doar pentru o perioadă relativ scurtă, nu pentru șase ani sau mai mult.

În perioada bulei economice care s-a spart în 2007, economia SUA nu a înregistrat un exces al cererii (inflația și ratele dobânzii au fost relativ mici, rata creșterii nu a fost peste trend, rata șomajului nu a fost sub NAIRU<sup>7</sup>). Summers a sugerat că lipsa semnelor supraîncălzirii economiei în perioada bulei arată că cererea agregată (neluând în considerare efectele bulei asupra cererii) a scăzut mult în perioada bulei.

Pentru a fi riguroși, distingem între *cererea agregată de bază* (definită ca acea cerere în care nu se consideră efectele bulei asupra cererii) și *cererea generată exclusiv de bule speculative*<sup>8</sup>. *Cererea agregată* este egală cu *cererea agregată de bază plus cererea generată exclusiv de bulă*. Cu această distincție, lipsa semnelor supraîncălzirii economiei arată că cererea generată de bulă a fost suficientă ca, dat fiind nivelul scăzut al cererii agregate de bază, să aducă *cererea agregată* la potențial.

Ideea că cererea agregată de bază a scăzut sub potențial înainte de apariția bulei am implicat-o și eu, ipotetic, în februarie 2013 (Croitoru, 2013a).

---

este acela că stagnarea pare să fie starea naturală a economiei și că doar forțe exogene (oferite de stat) o pot îndepărta, temporar, de la această stare. Așa cum arătăm în secțiunea a opta, creșterea cheltuielilor guvernamentale pentru a ridica cererea agregată poate avea efectul nedorit al stimulării apariției bulelor creditului, care, oricum, pot apărea din motive endogene.

<sup>6</sup> Aceasta este definiția stagnării seculare pe care par să o agreeze cei mai mulți economiști (de exemplu, Lawrence Summers, Paul Krugman, Olivier Blanchard, Barry Eichengreen, Richard Koo, Ricardo Caballero, Frank Smets, Gauti Eggertsson, Neil Mehrotra și alții). Spre deosebire de aceștia, Robert Gordon consideră că reducerea ratelor reale ale dobânzii are cauze structurale (vezi Teulings și Baldwin, 2014). Așa cum vom arăta într-o secțiune ulterioară, atât plasarea persistentă a producției (ca ritm de creștere și ca nivel) sub potențial, cât și plasarea persistentă a potențialului (ca ritm de creștere și ca nivel) sub nivelurile medii istorice se pot defini ca „stagnare seculară“.

<sup>7</sup> Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment.

<sup>8</sup> Orice bulă financiară este asociată cu o creștere a creditului, adică a datoriilor, căci creditul facilitează cheltuielile și permite cumpărarea activelor (Borio, 2012, p. 8).