

BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Caiete de studii Nr. 58

---

Lucian Croitoru

---

Inflația globală din 2021:  
prețul unor idei eronate  
care predomină în societate

CAIETE DE STUDII  
Nr. 58

Martie 2022

## **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)

Inflația globală din 2021:  
prețul unor idei eronate  
care predomină în societate

**Lucian Croitoru**

Motto:

„The most important thing to remember is that inflation is not an act of God, that inflation is not a catastrophe of the elements or a disease that comes like the plague. Inflation is a *policy*...“

Ludwig Von Mises, „Economic Policy: Thoughts for Today and Tomorrow“

„In fact, economic history is a long record of government policies that failed because they were designed with a bold disregard for the laws of economics.“

Ludwig von Mises, „Human Action: A Treatise on Economics“

„... I do not think it is an exaggeration to say that history is largely a history of inflation, and usually of inflations engineered by governments and for the gain of governments ...“

Friedrich von Hayek, „Denationalisations of Money: The Argument Refined“

„The first panacea for a mismanaged nation is inflation of the currency; the second is war. Both bring a temporary prosperity; both bring a permanent ruin. But both are the refuge of political and economic opportunists.“

Ernest Hemingway, „Notes on the Next War: A Serious Topical Letter“

„In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation. There is no safe store of value. If there were, the government would have to make its holding illegal, as was done in the case of gold.“

Alan Greenspan, „Gold and Economic Freedom“

# Cuprins

Introducere (O explicație pentru revenirea și accelerarea inflației)	7
1. Schimbarea opticii	10
2. Revenirea inflației și a anticipațiilor inflaționiste	11
3. Reformarea regulilor fiscale	15
Prosperi sau egali: spre ce ne îndreptăm?	17
Inflația: se întâmplă din nou?	25
1. Politica monetară a Fed influențează politicile monetare ale lumii	27
2. Politica monetară și rolul particular al efectului de bilanț în țările dezvoltate	28
3. În pandemie, creditul bancar a depins de stimuli fiscali și de garanții	30
4. În mod tehnic, stimulii fiscali în exces produc inflație	31
5. Stimulii fiscali în exces erodează independența băncii centrale	32
Inflația, povara datoriilor și procesele ascunse	35
Cum va arăta mixul de politici macroeconomice în zona euro?	41
1. Coordonarea politicilor bugetare	44
2. Problema de fond a zonei euro și „țesutul ei social”	46
3. Soluția	50
4. Concluzii	54
Clima, inegalitatea și inflația: când știința nu spune ce credem noi că spune	57
1. Introducere	59
2. Creșterea încrederii în proiectarea umană în epoca recentă	61
3. Un (nou) act de trădare	63
4. Aroganța elitelor (pretins) omnisciente	65
5. Chiar știm să stabilim ținte?	67

Prețuri și producție: va fi din nou stagflație ca în anii 1970?	73
<hr/>	
1. Eliminarea restricțiilor din calea ofertei	75
1.1. Perioada 1960-1990 – Ideile se schimbă în favoarea ofertei, faptele le confirmă	76
1.2. După douăzeci de ani: faptele cer ca ideile să se schimbe în favoarea ofertei	80
2. Un bancher central determinat și curajos	82
2.1. Argumente pentru a combate stagflația prin întărirea politicii monetare	83
2.2. Scenarii privind politicile monetare în țările dezvoltate	85
2.3. Fața umană a strategiei „whatever it takes”	88
Pandemia și metoda capitalistă	91
<hr/>	
Cum să crești economia când reduci inflația și deficitul bugetar	97
<hr/>	
Să nu călcăm pe greblă: avem inflație fiscală în România?	103
<hr/>	
1. Introducere	105
2. Teoria fiscală a prețurilor și lista incompletă a lui Friedman	107
3. Politica fiscală și inflația în România	111
4. Concluzii	116
Bibliografie	119

# Introducere

## (O explicație pentru revenirea și accelerarea inflației)\*

---

\* Articol publicat pe 9 ianuarie 2022 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)



Motto:

„Keynes believed that, by taking account of foreseeable effects, he could build a better world than by submitting to traditional abstract rules ... This extraordinary man also characteristically justified some of his economic views, and his general belief in a management of the market order, on the ground that «in the long run we are all dead» (i.e., it does not matter what long-range damage we do; it is the present moment alone, the short run – consisting of public opinion, demands, votes, and all the stuff and bribes of demagoguery – which counts). The slogan that «in the long run we are all dead» is also a characteristic manifestation of an unwillingness to recognise that morals are concerned with effects in the long run – effects *beyond our possible perception* and of a tendency to spurn the learnt discipline of the long view.”

Friedrich Augustus Hayek, „The Fatal Conceit – Errors of Socialism”

Anul 2021 a fost anul revenirii inflației în țările dezvoltate la niveluri ce nu au mai fost întâlnite în ultimii 35-40 de ani și al accelerării inflației în economiile emergente, inclusiv în România și în alte țări din regiune, cum ar fi Cehia, Polonia și Ungaria.

Revenirea inflației la niveluri peste cele dorite în economiile dezvoltate necesită explicații, nu în ultimul rând pentru a înțelege în ce măsură aceasta are un caracter tranzitoriu sau nu. Una dintre întrebările adresate se referă la ce anume s-a întâmplat deosebit în economiile dezvoltate în perioada recentă care să fi reușit să ducă la creșterea inflației după ce relaxările cantitative practicate pentru mai mult de un deceniu urmând crizei din 2008 nu au reușit.

Am prezentat ideile și faptele care în opinia mea alcătuiesc răspunsul la problema revenirii inflației în economiile dezvoltate și a accelerării ei în majoritatea economiilor într-o serie de articole/eseuri publicate în perioada ianuarie 2021 – ianuarie 2022, pe măsură ce inflația a crescut treptat către nivelurile relativ înalte. Prezentul număr al *Caietelor de studii* pune la un loc acele eseuri, dintre care unul este chiar o variantă a acestei introduceri și, într-o anumită proporție, o sinteză a lor. Deși pentru majoritatea articolelor tema centrală este inflația, articolele oferă în subsidiar analize ale unor idei care predomină în societate și care pot influența, direct sau indirect, inflația. Ideile respective primesc rareori atenția cuvenită în epoca noastră. Las menționarea temelor și ariilor la care se referă aceste idei pentru finalul introducerii care, sper, îl va găsi pregătit pe cititor să le primească cu mai mare deschidere și interes.

Tehnic, creșterea inflației înseamnă existența unui dezechilibru în care cererea depășește oferta. În cazul specific al SUA, profesorul John Cochrane arată într-o serie de articole publicate pe blogul personal sau în presă că, în timpul pandemiei, politicile (macro)economice ortodoxe, centrate pe administrarea cererii s-au izbit de problemele ofertei. În particular, cel puțin de când a început pandemia, politicile (macro)economice ortodoxe au tins să alimenteze cererea și să constrângă oferta. După 2020 stimulii au reușit să producă inflație deoarece au fost supradimensionați, rolul cererii în timpul pandemiei a fost greșit înțeles de către autorități și, în fine, stimulii au fost acordați sub forma ajutoarelor directe oferite de guvern („bani din elicopter”), imprimând, prin această componentă, o natură fiscală inflației curente, nu monetară (Cochrane, 2021a; Cochrane, 2022). La rândul ei, oferta a fost constrânsă, în special prin descurajarea muncii, iar planurile fiscale ale administrației americane vor continua să descurajeze munca (Cochrane, 2021b).

Explicația pe care o prezint aici urmează aceeași viziune, conform căreia politicile economice ortodoxe tind să alimenteze cererea și să descurajeze sau, în cel mai bun caz, să întârzie eliminarea barierelor din calea ofertei. Explicația este concentrată pe natura inflației și pe contextul general care a influențat și acompaniat această natură. Ideea principală este aceea că pandemia a contribuit la creșterea inflației, dar nu ar fi putut face acest lucru fără ca terenul să fi fost dinainte pregătit de acele filozofii politice și teorii economice care, predominante în timp și profesie, au susținut un rol central în administrarea economiei pentru guvern, în defavoarea piețelor.

Astfel ghidată, practica politicilor economice a produs, în decenii, o aglomerare de restricții în calea ofertei la nivel agregat. Inflația recentă a apărut, într-adevăr,

nu neapărat din cauze monetare, ci pentru că pandemia și șocul venit de la creșterea prețurilor energiei au lovit în primul rând oferta agregată, deja încorsetată de prea mult timp de restricții, și a afectat mult mai puțin cererea din economie. În același timp, teoriile care ghidează administrarea politicilor a făcut ca stimulii acordați să vizeze în primul rând cererea. Astfel, o ofertă sufocată de mult timp de diverse restricții și lovită de pandemie nu a putut ține pasul cu cererea.

## 1. Schimbarea opticii

Contextul general este acela în care, după criza din 2008, explicațiile predominante date crizei au condus la ideea că prea marea libertate a piețelor a fost cauza de fond a formării unor comportamente orientate spre asumarea de riscuri excesiv de mari în sectorul financiar cu scopul de a produce profituri exagerate. Aceste comportamente s-au reflectat, conform acestei explicații, în acumularea de dezechilibre care, inevitabil, au dus la apariția crizei, în urma căreia inegalitățile economice s-au accentuat.

Față de această interpretare mă grăbesc să adaug că economia capitalistă bazată pe un înalt grad de libertate a piețelor produce prosperitate la nivelul societății, dar aceasta nu înseamnă că produce egalitate economică între membrii ei. Inegalitatea este o caracteristică intrinsecă a societății capitaliste producătoare de prosperitate. O anumită inegalitate este condițională pentru prosperitate. Criza din 2008 a accentuat această inegalitate, așa cum fac toate crizele. Chiar Keynes, care a justificat teoretic intervenția statului în economie și a vorbit de socializarea investițiilor a scris în *Teoria Generală* că Marea Depresie din anii 1929-1933 a accentuat inacceptabil inegalitatea, dar că există argumente în favoarea inegalității.

Criza din 2008 și inegalitatea pe care a accentuat-o au oferit o foarte bună conjunctură pe care adversarii liberalismului au exploatat-o. Acum, având avantajul distanței de mai mult de un deceniu de la apariția crizei financiare din 2008, se poate vedea mai clar că propaganda antiliberală a reușit să promoveze în conștiința publică ideea că liberalismul economic (identificat cu „prea marea” libertate a piețelor) este o slăbiciune a capitalismului.

Anterior crizei, această idee avea o formă care, deși era departe de a fi prietenoasă față de piețe și ofertă, era totuși mai prudentă comparativ cu forma pe care a luat-o după criză. Înainte, cei mai mulți economiști erau de acord asupra necesității proprietății private și a piețelor pentru buna funcționare a economiei, dar credeau că este nevoie de intervenția statului pentru a redistribui rezultatele producției. Această concepție și democrația, împreună, au făcut ca ponderea veniturilor bugetare în PIB să crească și să rămână la niveluri relativ înalte în aproape toate țările occidentale, dar inegalitatea a persistat sau s-a accentuat, arătând că redistribuirea făcută de guverne nu funcționează dacă liberalismul economic este strivit sub povara ei. În final, cea care suferă este oferta. Cu toate acestea, după criza din 2008, tot mai mulți economiști cred

că statul trebuie să intervină și mai mult în procesul de redistribuire și, în plus, că însăși piața este un proces ce are nevoie de intervenție mărită.

Această idee are implicații foarte importante care, așa cum am sugerat deja și voi întări imediat, sunt la baza inflației care a apărut și s-a accelerat în 2021. O mare parte a publicului a ajuns să aprobe prin vot pe cei care doresc să crească rolul statului în economie, mai ales în redistribuirea veniturilor. Pe această bază, după 2008, guvernele lumii au reușit să adauge la redistribuirea extensivă și o reglementare excesivă în sectorul financiar și au limitat libertatea piețelor financiare. În consecință, cerințele pentru competitivitate pe care le formulează piețele sunt filtrate prin prisma obiectivelor redistribuirii și a reglementării și, astfel, ajung mai greu să fie parametrizate în politicile economice, în cel mai bun caz. Cu alte cuvinte, și mai multe obstacole au fost așezate în fața ofertei.

La un nivel mult mai general, propaganda împotriva liberalismului economic a reușit să genereze o creștere a simpatiei publicului față de ideea de egalitate economică și, implicit, față de socialism, care are ca scop egalitatea economică. În plus, pentru o parte a publicului a apărut o adversitate față de capitalism ca societate apărută în procesul evoluției, iar pentru o parte probabil mult mai mare a apărut ideea că socialismul este dezirabil și pentru că poate fi construit de om, cu „perfecțiunile” pe care o astfel de construcție le poate avea.

Schimbările menționate au avut un impact mare asupra conceperii și administrării politicilor (macro)economice. După criza din 2008, obiectivele specifice politicilor macroeconomice au fost gândite din perspectiva unui scop mai general referitor la realizarea unei mai mari „egalități” economice. Justificarea prevalentă a fost aceea că cererea din economie a devenit deficitară încă din anii 1980, mai ales din cauza inegalității economice, care face ca o parte mică și bogată din societate să concentreze cea mai mare parte din economisiri, fără ca acestea să găsească un corespondent în investiții.

Astfel, și mai mult decât înainte, după criza din 2008 politicile macroeconomice au fost orientate spre a stimula cererea concomitent cu creșterea redistribuirii. Pentru a evita scăderea abruptă a cererii din cauza unor șocuri financiare, ca în anul 2008, reglementarea a fost întărită exagerat și a căpătat un caracter internațional și macroprudențial (adică reglementările nu au fost neapărat rezultate din descoperirea de bune practici de către piață, ci „concepute” de reglementatori).

În final, rezultatul a fost acela că ofertei i s-au pus noi restricții, dar preocuparea față de încorsetările pe care această abordare le-a adăugat la cele deja existente în calea ofertei a fost întotdeauna pe locul din spate<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> În text m-am referit în special la perioada de după criza din 2008, dar ideea este valabilă pentru o lungă perioadă înainte de criză. În majoritatea timpului, cu excepția perioadei anilor 1980 și a primei jumătăți a anilor 1990, politicile economice au avut o slabă preocupare față de restricțiile pe care le puneau în calea ofertei în timp ce erau ghidate de obiective referitoare la maximizarea ocupării forței de muncă sau la egalitate economică.

## 2. Revenirea inflației și a anticipațiilor inflaționiste

Inflația a apărut pe acest fundal, după ce pandemia generată de COVID-19 a lovit economia mondială. Mai precis, datele par să confirme că inflația a fost reaprinsă de pandemie, pentru că ea a avut, cel mai probabil, un impact negativ relativ mic și temporar asupra cererii, dar a avut un impact negativ important asupra ofertei. Totuși, dozarea stimulilor pare că a fost ghidată mai degrabă de anticipația, formată în linie cu filozofia politică dominantă și teoria ortodoxă, că recesiunea ar apărea mai degrabă influențată de un șoc important în cerere.

Un motiv pentru care pandemia a lovit foarte puternic oferta economiei este acela că alterarea liberalismului printr-o prezență masivă a statului a dus la scăderea responsabilității individuale. Oamenii s-au dezobișnuit să fie responsabili pentru acțiunile lor referitoare la unele activități aparent minore, cum ar fi igiena și protecția personală împotriva unei boli contagioase, dar cu consecințe la nivelul întregii societăți<sup>2</sup>. O responsabilitate individuală crescută ar fi contribuit la reducerea restricțiilor referitoare la mobilitate, ceea ce ar fi ajutat oferta prin menținerea unei rate mai înalte de participare a forței de muncă.

Aici apare legătura dintre inflație și extinderea concepțiilor referitoare la creșterea redistribuirii și a reglementării excesive a piețelor. Lovitura dată de pandemie ofertei a avut loc în contextul în care producția era deja încorsetată de o serie de restricții mai vechi. Încă din a doua jumătate a anilor 1960 cheltuielile sociale au început să crească mai repede decât oferta în toate economiile occidentale, ceea ce a contribuit la creșterea impozitelor și a datoriei publice. În plus, o serie de reglementări au menținut permanent rigidități pe piața muncii, mai mult în Europa comparativ cu SUA, reducând stimulentele pentru muncă și, în final, rata naturală de creștere a producției<sup>3</sup>.

Este probabil rezonabil să acceptăm și ideea că pandemia a creat noi impedimente pentru oferta agregată, dar nu a creat probleme pentru cererea agregată similare în magnitudine celor pe care le crease criza din 2008. Această posibilitate este concordantă cu evoluțiile prețurilor și salariilor. După criza din 2008, pentru o bună

<sup>2</sup> Poate că pandemia generată de COVID-19 se va încheia curând. Dar alte pandemii pot lovi oricând. Ele ar lovi oferta mult mai slab și ar putea costa mult mai puțin, în termeni de vieți omenești și economic, dacă societatea va reuși să recapeteze spiritul pe care l-a avut cândva și va reuși astfel să readucă în centrul său liberalismul economic și exigențele sale față de responsabilitatea individuală.

<sup>3</sup> În fapt, această idee este doar o altă formă de a ne raporta la „stagnarea seculară”, concept introdus în decembrie 1938 de Alvin Hansen pentru a defini o perioadă prelungită de creștere economică joasă. Expresia a fost recent (2013) readusă la viață de Lawrence Summers. Cauzele unei creșteri economice joase prelungite pot fi diferite. În versiunea pe care o propun aici, încetinirea prelungită a creșterii economice poate apărea dacă într-un sistem democratic liberă inițiativă este sufocată prin redistribuire excesivă și reglementări care reduc stimulentele pentru muncă sau pentru utilizarea altor factori de producție. O sinteză a cauzelor stagnării seculare este oferită în Coen Teulings și Richard Baldwin (eds., 2014). Astfel, pentru profesorul Robert Gordon, explicația rezidă în impactul mai redus al inovațiilor asupra productivității (o problemă de ofertă). Pentru profesorul Summers este vorba de o cerere agregată redusă de economisirile prea mari pe care le face o clasă relativ avută, care nu își găsesc un corespondent în investiții care să susțină o creștere economică mai mare. Pentru profesorii Richardo Caballero și Emmanuel Farhi este insuficientă oferta de active sigure. Profesorul Barry Eichengreen „simpatizează” cu ideea că stagnarea seculară apare din cauza „failure of countries like the US to invest in infrastructure, education and training” (*op. cit.*, p. 44).

periodă, inflațiile prețurilor și salariilor au continuat să fie relativ scăzute, indicând mai degrabă că cererea și oferta au fost mai mult sau mai puțin în echilibru, chiar dacă acest echilibru a avut loc la un nivel relativ scăzut al ofertei agregate.

În schimb, inflațiile prețurilor și salariilor au început să crească începând din al doilea trimestru al anului 2021. Această evoluție ar putea însemna mai degrabă că oferta, acum afectată și de pandemie, nu mai poate ține pasul cu cererea, aceasta din urmă fiind, probabil, nu numai cu mult mai puțin afectată de pandemie decât a fost afectată de criza din 2008, dar și mai puțin afectată decât s-a presupus atunci când s-au dimensionat stimulii fiscali și monetari destinați combaterii efectelor negative ale pandemiei. La acestea s-au adăugat anumite dereglări în funcționarea lanțurilor de producție și distribuție de la nivel global, dar și șocul negativ asupra ofertei venit de la creșterea abruptă a prețurilor la gaze, ceea ce face ca inflația din prezent să semene, în natură, cu cea din anii 1970. Din păcate, asemănarea nu se extinde și în ceea ce privește șansele apariției unei revigorări a spiritului liberal în politicile (macro) economice așa cum s-a întâmplat începând din anii 1980. Acel spirit a contribuit la disciplinarea politicilor monetare și fiscale, ceea ce s-a reflectat în scăderea la niveluri joase și relativ stabile a inflației.

Depinde de politica fiscală și de politica monetară dacă inflația va atinge pentru mult timp niveluri relativ înalte în țările dezvoltate. Pentru aceste țări, menționarea politicii fiscale înaintea politicii monetare nu este întâmplătoare, date fiind nivelul înalt al datoriilor publice, planul fiscal expansiv al administrației SUA și înclinația unor țări de a sprijini relaxarea regulilor fiscale în Uniunea Europeană.

Într-un articol din 1991, Calvo a arătat că publicul se așteaptă la creșterea inflației (și formează anticipații inflaționiste) atunci când observă creșteri relativ mari ale datoriei publice. Așteptările inflaționiste apar pentru că publicul înțelege că simpla creștere a datoriilor publice și cu atât mai mult creșterea ratelor dobânzilor duce la creșterea cheltuielilor, pe care guvernul ar prefera să le vadă reduse în termeni reali de inflație, decât să le plătească reducând, de exemplu, cheltuielile de investiții sau cheltuielile sociale sau crescând impozitele<sup>4</sup>.

Creșterea datoriei publice nu ar putea genera anticipații inflaționiste dacă publicul ar avea certitudinea că banca centrală va acționa ferm pentru a menține prețurile stabile. Totuși, evaluând o serie de factori (condițiile speciale ale pandemiei, condiții sociale și politice dificile, un deceniu în care inflația a subperformat, discursuri împotriva independenței băncii centrale, schimbări în strategiile de țintire a inflației care permit creșterea inflației peste țintă pentru o perioadă), publicul poate ajunge

<sup>4</sup> Publicul știe din experiență că ar putea exista trei acțiuni ale guvernelor: (i) reducerea altor cheltuieli, de exemplu ale celor cu investițiile, pentru a face loc cheltuielilor crescute cu dobânzile; (ii) creșterea impozitelor, cu consecința încetinirii creșterii economice, ceea ce ar complica reducerea ponderii datoriei publice în PIB, inclusiv pentru că ar scădea veniturile din impozite pe termen lung; în fine, (iii) ar crește preferința guvernelor pentru o inflație mai mare, care erodează în termeni reali cheltuielile cu dobânzile. De asemenea, publicul ar putea interpreta anumite mesaje venite de la politicieni din care să înțeleagă că primele două căi nu sunt de preferat. De exemplu, Premierul Mario Draghi și Președintele Emmanuel Macron (2021) au scris în intervenția lor din 23 decembrie din *Financial Times*: „There is no doubt that we must bring down our levels of indebtedness. But we cannot expect to do this through higher taxes or unsustainable cuts in social spending, nor can we choke off growth through unviable fiscal adjustment.” Cei doi lideri au în vedere modificarea regulilor fiscale pentru a facilita investiții publice crescute, care să ducă la creșterea producției și, astfel, la scăderea ponderii datoriilor în PIB. Totuși, acest proces depinde de multe variabile și publicul ar putea considera acest rezultat prea îndepărtat și incert, considerând creșterea inflației un rezultat mai probabil (<https://www.ft.com/content/ecbdd1ad-fcb0-4908-a29a-5a3e14185966>).

la concluzia că banca centrală ar putea tolera o perioadă de creșteri ale inflației și își formează anticipații inflaționiste. În consecință, reducerea inflației prin creșterea ratelor dobânzilor se poate realiza dacă planurile fiscale ale guvernelor conțin măsuri credibile cel puțin pentru a reduce deficitele primare în linie cu dezinflația, dacă nu pentru a genera surplusuri fiscale, care să împiedice formarea de anticipații inflaționiste de natură fiscală. În fond, formarea acestui tip de anticipații inflaționiste reflectă percepția publicului că guvernele ar putea să nu plătească în termeni reali volumul de datorii publice pe care este presupus a le plăti, fie pentru că nu ar avea acces la suficientă finanțare, fie pentru că nu ar dori să plătească.

Pandemia a dus la creșteri mari ale datoriilor publice. În SUA, datoria publică a crescut ca procent din PIB cu 32,6 puncte procentuale în T2 2020 față de T2 2019, ajungând la aproape 136 la sută din PIB, scăzând în T3 2021 la 123 la sută din PIB. În zona euro, datoria publică a crescut ca procent în PIB cu 13,8 puncte procentuale față de 2019, ajungând în anul 2020 la 99,3 la sută. În unele țări din zona euro, cum ar fi Italia și Franța, nivelurile datoriilor publice au crescut semnificativ peste nivelul mediu din zona euro (pentru Italia a crescut față de anul 2019 cu aproape 21 puncte procentuale, la 155 la sută din PIB în anul 2020, proiectat la 154,4 la sută din PIB pentru 2021; pentru Franța a crescut față de anul 2019 cu 17,5 puncte procentuale la 115 la sută din PIB în anul 2020, proiectat la 114,4 la sută din PIB pentru 2021)<sup>5</sup>.

Din această perspectivă, pandemia și politicile generate ca răspuns la ea au fost inflaționiste nu numai prin plasarea cererii peste ofertă, prin mecanismul prezentat mai sus, dar și pe ruta anticipațiilor determinate de creșterea datoriilor publice. Astfel, creșterea datoriilor s-a transmis într-o proporție subunitară într-o (singură) creștere a inflației. Guvernele au introdus o importantă componentă fiscală în natura inflației. În măsura în care inflațiile din economiile emergente sunt influențate de evoluțiile inflației și anticipațiilor din SUA și zona euro, ele conțin automat și o influență fiscală externă.

Creșterea anticipațiilor inflaționiste, indiferent dacă este determinată de creșterea datoriilor publice sau de creșterea inflației din alte cauze pe partea cererii, cere în mod necesar creșterea ratelor dobânzilor. Combaterea inflației și a anticipațiilor inflaționiste este în sarcina băncilor centrale, care au datoria să stabilizeze inflația și anticipațiile inflaționiste, oricât de dificilă ar fi, social și politic, această sarcină.

Amânarea creșterii ratelor dobânzilor cu pașii necesari de către banca centrală nu ar fi o soluție deoarece nu va trece mult timp și inflația ar crește și mai mult, făcând necesare creșteri mai mari ale ratelor dobânzilor decât cele necesare dacă întărirea politicii monetare ar veni la timp. Corelația care a apărut uneori în trecut, când băncile centrale nu erau independente, între creșterea nominală a datoriilor publice și inflație

<sup>5</sup> În timpul crizei din 2008, atât nivelurile datoriei publice, cât și creșterile acestora au fost mai mici, ceea ce poate explica de ce nu au dus la anticipațiile inflaționiste dorite. De exemplu, în SUA, în T1 2008, datoria publică era de 64,2 la sută din PIB și era cu 12,9 puncte procentuale mai mare în T1 2009. Abia după 4 ani, în T1 2012, datoria publică înregistrase o creștere de 32,9 puncte procentuale față de nivelul din T1 2008, similară creșterii de 32,6 puncte procentuale înregistrate în numai un an, de la T2 2019 la T2 2020, în timpul pandemiei. Similar, în zona euro, datoria publică era în anul 2008 de 69,6 la sută din PIB și a crescut în 2009 cu 10,6 puncte procentuale, comparativ cu 13,8 puncte procentuale în anul 2020 față de 2019. Pentru SUA sursa datelor este Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED. Pentru zona euro sursa datelor este AMECO.

reflectă, probabil, așa cum sugerează Calvo, amânările care apăreau referitor la creșterea ratelor dobânzilor de politică monetară. Pentru a nu complica sarcina băncii centrale de a reduce inflația (printr-un mecanism pe care nu îl discut aici pentru că este destul de complex pentru a fi prezentat pe scurt), politica fiscală trebuie să trimită un semnal că nu va continua creșterea datoriilor publice și că are un plan credibil de reducere a lor.

### 3. Reformarea regulilor fiscale

Situația din prezent a inflației relativ înalte, a creșterii economice relativ joase și a datoriilor publice relativ mari pune într-o nouă lumină problemele asociate cu o redistribuire excesivă și nevoia de a face ordine în politica fiscală. Aceasta înseamnă eliminarea mecanismelor care împing mereu spre creșterea cheltuielilor publice ca procent în PIB, făcând necesar ca această creștere să fie urmată de creșterea datoriilor publice și cea a impozitelor pentru a acomoda creșterea cheltuielilor. Concret, trebuie procedat exact invers, pornind de la mijloace spre scopuri, cum ne sugerează Hayek (1993): identificarea volumului de impozite pe care publicul este dispus să îl plătească din propriile venituri pentru atingerea unor scopuri anterior anunțate în competiția de oferte electorale. O astfel de reformă a regulilor fiscale în UE și în țările occidentale în general, ghidată de acest principiu, ar fi cu adevărat de folos acestor țări și ar corespunde nevoilor reale.

În acest fel, ar fi identificate multe cheltuieli, inclusiv sociale, pe care publicul nu le-ar accepta dacă ar ști exact cât îl costă. În acest fel, ar fi mai clar ce volum de cheltuieli doresc plătitorii de impozite să plătească direct din veniturile lor pentru cheltuielile prevăzute în programele publice referitor la climă, digitalizare etc. Resursele astfel eliberate ar putea fi orientate de către fiecare către noi oportunități, ar crește numărul de antreprenori și producția, ar reduce nevoile de cheltuieli sociale și ar crea spațiu pentru a menține impozitele la niveluri relativ joase.

Sunt trei impedimente în calea acestei soluții. Primul este alterarea liberalismului economic. Al doilea, specific zonei euro, este acela că există două concepții diferite referitor la disciplina fiscală și la nevoia de reducere a datoriilor publice relativ înalte: una susținută de Germania, care consideră că reducerea datoriilor necesită o disciplină crescută pentru toate statele, și una susținută de țări ca Italia și Franța, care implică o relaxare a politicilor fiscale pentru toate țările, atât timp cât creșterea economică și ocuparea sunt relativ joase. În fine, al treilea impediment, probabil mai ușor de asociat cu SUA, este cel derivat din legea lui Aaron Director, și anume capacitatea clasei de mijloc de a-și furniza avantaje prin redistribuirea de venituri și avuție atât de la clasa bogată, cât și de la cea cu venituri mici, cu atât mai mult cu cât ea însăși este mai aproape de clasa cu venituri mici. Astfel, este posibil să vedem, așa cum documentează Acemoglu *et al.* (2015), că cu cât clasa de mijloc va fi mai puțin prosperă relativ la cei cu venituri mici, democrația va tinde să crească taxarea concomitent cu inegalitatea. În viziunea mea, o clasă de mijloc, pe care altfel o dorim



extinsă, poate să determine concomitent creșterea taxării, a ponderii veniturilor bugetare în PIB și a inegalității doar dacă își pierde spiritul liberal, ceea ce ne întoarce la primul impediment.

Regândirea politicii fiscale, care constituie o temă foarte actuală și importantă a agendei Uniunii Europene, este numai una dintre modalitățile prin care poate fi stimulată oferta agregată și ușura sarcina politicii monetare în a menține inflația la nivelurile dorite. Pentru a crește oferta este însă necesară și eliminarea exceselor și rigidităților conținute în reglementările financiare, în legislația muncii și în reglementările pieței bunurilor și serviciilor.

Așa cum am menționat deja, tema centrală a acestei lucrări este inflația, dar ea este în subsidiar acompaniată de o analiză a ideilor care predomină în societate și a modului în care aceste idei influențează inflația și comportamentele autorităților referitoare la aceasta. Ideile predominante pe care le am în vedere și a căror menționare am lăsat-o în mod deliberat la finalul introducerii se referă la cunoaștere, metode de cercetare în științele sociale, socialism, inegalitate economică, climă, democrație și liberalism. Unele articole se referă la inflație și la aceste idei în principiu. Alte articole aplică toate acestea pentru a înțelege evoluțiile inflației din anul 2021 sau din perioade anterioare pentru economiile dezvoltate, în special SUA și economii din zona euro, și pentru România.

Cred că este util ca, în încheierea acestei introduceri, să fac o precizare referitoare la titlul lucrării „Inflația globală din 2021: prețul unor idei eronate care predomină în societate”. Cineva ar putea spune că am implicat o cauză exclusivă, anume, ideile care ne ghidează acțiunea. Acest lucru nu este deloc adevărat dacă ne referim la acțiunile individuale libere, ghidate de scopuri ultime, de mijloacele individuale și de reguli generale, adică libere de scopuri particulare. În aceste condiții, inflația ar putea apărea doar temporar și ar fi cauzată de o catastrofă naturală, care ar indisponibiliza resurse individuale anterior disponibile. Totuși, în afara acestei condiții, în viziunea mea, inflația este prețul ideilor noastre eronate în măsura în care ele duc la politici, economice sau de altă natură, care tind să suprimă libertatea individuală de acțiune și, astfel, interferează cu alocarea resurselor. Scopurile în numele cărora guvernele pot interfera cu alocarea liberă a resurselor pot fi foarte nobile, numai că niciodată circumstanțele și consecințele acțiunilor nu pot fi cunoscute. Printre aceste consecințe se află și inflația. Dar chiar și atunci când trece drept efect secundar al unor politici, inflația este considerată de unii decidenți un rău mai mic decât alte rele. În acest sens, „inflația este o politică”, așa cum spune Mises în primul citat utilizat ca *motto* pentru această lucrare. Dar, așa cum a spus Hemingway și pe care l-am citat într-un alt *motto*, care precede prezenta colecție de articole, această politică, adică inflația, la fel ca războiul, este „refugiul oportuniștilor politici și economici”, căci ambele aduc pe termen mai lung ruina.

Prosperi sau egali:  
spre ce ne îndreptăm?\*

---

\* Articol publicat pe 19 ianuarie 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„What pushes the masses into the camp of socialism is, even more than the illusion that socialism will make them richer, the expectation that it will curb all those who are better than they themselves are. The characteristic feature of all utopian plans from that of Plato down to that of Marx is the rigid petrification of all human conditions. Once the “perfect” state of social affairs is attained, no further changes ought to be tolerated. There will no longer be any room left for innovators and reformers. In the intellectual sphere the advocacy of this intolerant tyranny is represented by positivism.”

Ludwig von Mises, „The Ultimate Foundation of Economic Science: An Essay on Method”

„Democracy and socialism have nothing in common but one word: equality. But notice the difference: while democracy seeks equality in liberty, socialism seeks equality in restraint and servitude.”

Alexis de Tocqueville, „Discours prononcé à l'assemblée constituante  
le 12 Septembre 1848 sur la question du droit au travail”

„The dispute between the market order and socialism is no less than a matter of survival. To follow socialist morality would destroy much of present humankind and impoverish much of the rest ... I have been contending that socialism constitutes a threat to the present and future welfare of the human race, in the sense that neither socialism nor any other known substitute for the market order could sustain the current population of the world.”

Friedrich von Hayek, „The Fatal Conceit – Errors of Socialism”

Printre ideile care animă unele evoluții social-politice care au loc în diverse zone ale lumii se află și aceea referitoare la slăbiciunile capitalismului. În unele cazuri această idee conține, implicit sau explicit, o simpatie pentru socialism. Sunt însă conștienți că foarte mulți dintre cei care simpatizează cu socialismul nu pornesc nici de la o înțelegere riguroasă a ceea ce este capitalismul și a modului în care acesta funcționează, nici de la o definiție riguroasă a ceea ce ar putea fi socialismul sau de la cum ar putea el funcționa fără elementele capitaliste pe care ar dori să le elimine.

Simpatia lor pornește mai degrabă de la două trăsături pe care le-ar avea socialismul. Prima ar fi aceea că în socialism oamenii ar fi, economic, virtual egali. A doua trăsătură ar fi aceea că el ar fi ceva mai mare decât noi toți, dar totuși o construcție concepută rațional, cu mințile noastre, generând percepția că ne-am putea controla mai bine soarta. Ideea că omul poate construi o societate care ar asigura egalitatea economică este seducătoare prin realizări, dar și eroică, deoarece ar presupune victoria în lupta cu cei care susțin capitalismul în care inegalitățile par să se adâncească.

Odată ce simpatizantii socialismului privesc romantic la aceste rezultate clamate ale socialismului, ei nu mai au nevoie să înțeleagă riguros ce este capitalismul, ci este suficient să accepte că orice ar fi este inferior socialismului pentru că nu are trăsăturile de mai sus. Această abordare se translatează și la politicienii și economiștii ce cred în „a treia cale” a redistribuirii, adoptând totuși politici prietenoase față de piețe, deși unii politicieni de stânga din SUA și Marea Britanie văd socialismul democratic, așa cum și-l imaginează ei, compatibil cu „un nivel al intervenționismului statal în industria anterior privată – fie direct, fie prin cooperativizare forțată – care are puține antecedente în democrațiile moderne” („Millennial Socialists Want to Shake up the Economy and Save the Climate”, *The Economist*, 14 februarie 2019).

Ei găsesc întotdeauna inegalitățile economice din capitalism ca fiind prea mari, neglijând că poate idealurile lor referitoare la egalitate sunt iluzorii, și identifică piețele ca vinovat, ignorând că poate aceste inegalități ar putea fi chiar mai mari dacă am reduce rolul piețelor. Astfel, chiar unele scrieri academice alimentează simpatia pentru socialism. Procedând în acest fel, ei continuă tradiția lui Marx, care „nu a descris niciodată capitalismul, ci acel sistem economic fictiv căruia socialismul trebuia să îi fie superior” (Horia Patapievic, „Capitalismul ca formă a civilizației”, studiu introductiv, în Ludwig von Mises, *Acțiunea Umană: Un tratat de economie*, Curtea Veche Publishing, 2019).

În consecință, nu este niciodată inoportun, iar în prezent cu atât mai puțin, să arătăm publicului larg ce înseamnă socialismul în esența lui economică, ce schimbări au fost considerate necesare pentru a-l impune și la ce rezultate au condus acestea când au fost aplicate în practică. Literatura este extrem de vastă în acest domeniu. Eu nu voi face decât să menționez câteva idei principale care sprijină scopul pe care tocmai l-am menționat.

Socialismul a fost înțeles încă din secolul al XIX-lea ca teorie politico-economică de organizare a societății, construită pentru a sprijini înlocuirea sistemului capitalist bazat pe piețe libere, apărut în mod spontan. Au existat întotdeauna economiști, sociologi și politologi care au considerat că există un set de schimbări majore care odată

implementate vor genera o societate în care „forțele stihinice ale pieței” nu vor mai putea produce recesiuni, iar oamenii vor fi, economic, virtual egali.

Așa cum a fost înțeles la început, socialismul înțeles ca sistem economic și politic aplicat însemna trei mari schimbări: (i) în locul proprietății private asupra mijloacelor de producție trebuia instituită proprietatea publică; (ii) în locul coordonării pe care o făcea piața în alocarea resurselor către obiective individuale stabilite trebuia să intervină planificarea economică a producției de către stat; (iii) în locul redistribuirii rezultate din procesul de coordonare realizat de piață trebuia instituit un sistem de redistribuire egalitarist realizat de către stat. Marx s-a iluzionat că aceste modificări vor permite mai întâi ca societatea să primească „de la fiecare după capacități” și să redistribuie „fiecăruia după muncă”, iar apoi, pe baza unei creșteri a productivității care nu avea niciun temei în teoria sa, societatea va primi în continuare „de la fiecare după capacități”, evident crescute, ca să poată da „fiecăruia după nevoi”.

Anumite circumstanțe istorice au făcut posibil ca aceste schimbări să fie impuse în practică în fostele țări socialiste pentru o perioadă relativ îndelungată. Rezultatele au fost dezastruoase economic și social, arătând cât de periculoase pot fi ingineriile sociale. În esență, egalitatea economică s-a realizat prin sărăcie generalizată și prin pierderea libertăților. Acesta a fost rezultatul la care a dus „revolta romantică împotriva civilizației și capitalismului” (expresia îi aparține lui Horia Patapievici (*op. cit.*), care o folosește pentru a sintetiza una dintre liniile de forță ale gândirii lui Mises referitoare la esența socialismului de inspirație marxistă).

Au existat multe și intense dezbateri referitoare la capacitatea acelor schimbări de a produce bunăstare, cu o contribuție centrală venind de la Școala Austriacă<sup>1</sup>. S-a dezbătut mult referitor la ideea dacă fără proprietate privată asupra mijloacelor de producție, adică în lipsa unei piețe instituționalizate pentru acestea, se pot obține informațiile de care ar avea nevoie un „Comitet central al planificării” pentru a menține producția la echilibru.

Școala Austriacă și cea (neo)clasică au arătat slăbiciunile acestei concepții. În mod particular, teoria economică austriacă s-a concentrat mult pe așa-numita „problemă a calculației” și a arătat, în special în lucrările lui Mises („Economic Calculation in The Socialist Commonwealth”, apărută inițial în germană în 1920 și publicată în engleză în *Collectivist Economic Planning*, Routledge & Kegan Paul, 1935) și Hayek (*Collectivist Economic Planning*, Routledge & Kegan Paul, 1935), că nu se pot obține prețuri corecte ale bunurilor de consum fără a avea prețuri corecte pentru toate bunurile care rezultă din ansamblul structurii de producție a societății, din care cea mai mare parte este formată din bunuri intermediare (mijloace de producție)<sup>2</sup>. Hayek explică în cartea *Prices and production*, publicată prima dată în 1931, și care era baza pentru cursul pe care îl predă la London School of Economics, în spiritul teoriei capitalului dezvoltat de Böhm-Bawerk, folosind diagrame similare celor

<sup>1</sup> Pentru o sinteză a criticii făcute de Școala Austriacă socialismului în forma tradițională sau în forma „socialismului de piață” și a abordărilor referitoare la tranziția de la socialism la economia de piață după 1980, vezi David Prychitko, „Socialism”, în Ronald Hamowy, *Enciclopedia of Libertarianism*.

<sup>2</sup> Pentru o prezentare sintetică a dezbaterilor referitoare la «problema calculației» vezi Israel Kiszner, „Socialist Calculation Debate”, în Ronald Hamowy, *Enciclopedia of Libertarianism*.

utilizate înaintea sa de către Jevons și Wicksell, cum „pe măsură ce intervalul mediu de timp dintre aplicarea mijloacelor de producție originale și realizarea bunurilor consumatorilor crește, producția devine mai capitalistă, și *viceversa*” (sublinierea lui Hayek, p. 42).

Oskar Lange a încercat să demonstreze că într-un sistem care are proprietate publică asupra mijloacelor de producție, dar permite „libertatea de alegere în consum” și „libertatea de alegere a ocupației” (pe piața muncii oamenii ar alege întreprinderile care plătesc cele mai mari salarii), societatea ar putea produce bunurile necesare în condiții de echilibru. În acest „socialism de piață”, comitetul ar stabili o „funcție parametrică a prețurilor” și reguli care limitează producția unei industrii exact la cantitatea cerută de consumatori și impun managerilor din fiecare fabrică să utilizeze acea combinație de factori de producție și acea scară de producție care minimizează costul mediu. Printr-un proces de încercare-și-eroare, utilizând informații de la deficitele sau excedentele pentru fiecare bun produs, Comitetul ar stabili un set corect de prețuri în care costul marginal și prețul fiecărui produs ajung să fie egale, exact ca atunci când economia ar funcționa cu concurență perfectă. În acest fel, s-ar evita stabilirea prețurilor după criteriul maximizării profiturilor și nu ar mai fi nevoie de competiție pentru a împinge prețurile către costurile marginale. Venitul consumatorului ar fi compus din veniturile salariale și din beneficiile sociale primite prin distribuirea veniturilor rezultate din deținerea publică a mijloacelor de producție. Așa a căpătat un suport intelectual „socialismul de piață” ca alternativă la socialismul planificării centralizate (Oskar Lange, „On the Economic Theory of Socialism: Part One”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 4, No. 1, 1936, pp. 53-71).

Mențiunea specială la Lange și la Hayek merită subliniată nu numai pentru a înțelege cum a fost discutat rolul piețelor, dar și din perspectiva climatului intelectual care acompania această dezbatere și poziția dificilă a lui Hayek la propriul loc de muncă. Ideea referitoare la climatul intelectual devine relevantă în prezent deoarece extinderea cu mare viteză a unor ideologii ce favorizează populismul și simpatiile pentru socialism tind să creeze premisele pentru ca analizele și argumentele liberale să fie respinse *ab initio*, doar pentru că aceste ideologii se extind.

Teoria lui Hayek a fost o teorie macroeconomică cu fundații microeconomice, predată la London School of Economics (LSE), și din aceeași perspectivă el a fost un competitor pentru Keynes. Pe de altă parte, în *Prices and Production* el urmează metodologia lui Bohm-Bawerk, care îl îndepărta de tradiția austriacă a subiectivismului. Și mai important, în contextul dat, prin critica făcută planificării socialiste a economiei, unde a fost profund inspirat de Mises, Hayek era total împotriva curentului predominant atunci, inclusiv la LSE. În acest climat, cu excepția lui Lionel Robbins, care îl invitase să predea la LSE, foarte puțini economiști înțelegeau sau aveau la teoria lui Hayek, ceea ce l-a făcut să pară că a pierdut cumva lupta cu Oskar Lange. Evoluțiile de mai târziu au dovedit validitatea concepțiilor lui Mises și Hayek, dar Hayek a rămas izolat la LSE, de la care pleacă în 1950 (pentru toate acestea vezi Denis O'Brien, „Hayek in the history of economic thought”, în Roger Garisson și Norman Barry (ed.), *Elgar Companion to Hayekian Economics*, Edward Elgar, 2014).

Căderea socialismului la sfârșitul anilor 1980 a readus în atenție rezultatele prezentate de Mises și Hayek și cei mai mulți economiști au acceptat treptat că proprietatea privată este necesară în domeniul mijloacelor de producție și, de aceea, existența unei piețe formale este necesară și pentru aceste bunuri. Totuși, dezbaterile au continuat mai ales pe două direcții: pe de o parte, teoreticienii ai stângii radicale au susținut diverse alternative la socialismul de piață sau la cel planificat, iar pe de altă parte, s-a inițiat o întregă dezbatere despre viteza cu care fostele țări socialiste ar trebui să treacă la capitalism și despre riscurile asociate cu gradualismul (pentru detalii vezi David Prychitko, „Socialism”, în Ronald Hamowy, *Enciclopedia of Libertarianism*).

Se poate spune că după aproape două secole de la deschiderea dezbaterilor despre înlocuirea capitalismului cu socialismul și în lumina rezultatelor dezastruoase ale experienței, lupta dintre cei care susțin socialismul și cei ce susțin capitalismul a rezultat în acceptarea largă de către economiști că dintre punctele (i)-(iii) menționate la început, primele două – și anume cele referitoare la necesitatea proprietății private și a pieței – este necesar să rămână „capitaliste”.

Totuși, mulți economiști cred în continuare că piața nu are capacitatea de a coordona cunoașterea din societate și de a crea o structură de stimulente care să ducă la o redistribuire „justă” a rezultatelor producției. În viziunea lor, statul are o capacitate mai mare de a redistribui „just” și solicită un stat asistențial cât mai mare. Cu alte cuvinte, inegalitatea este o trăsătură specifică a capitalismului, ceea ce creează cu necesitate nevoia unor instrumente de redistribuire, între care impozitarea progresivă joacă un rol central (acest din urmă aspect este susținut în mod particular în Thomas Piketty, *Capitalul în secolul XXI*, Editura Litera, 2015).

Există două slăbiciuni majore ale acestei viziuni referitoare la redistribuirea masivă, evidențiate de școala austriacă. Prima este aceea că instituțiile proiectate să redistribuie interferează cu structura spontană a stimulentei printr-un proces extractor (în sensul definit de Acemoglu și Robinson). Structura stimulentei creată de piață asigură existența antreprenoriatului, o funcție neredundantă în societate din moment ce, dată fiind ignoranța fiecăruia referitoare la circumstanțele particulare ale celorlalți, nu există un alt mecanism de coordonare a cunoașterii din societate. Prin concurență, antreprenoriatul generează un proces de descoperire continuă, ceea ce întreține un proces neîncetat de inovare care duce la creșterea productivității și a avuției. Chiar această capacitate mare de a genera prosperitate poate ascunde pentru o perioadă efectele perturbatoare ale redistribuirii. Astfel, este posibil ca proporția din această avuție care este preluată de stat pentru a fi redistribuită să crească foarte mult înainte de a apărea consecințe grave pentru ordinea spontană. În procesul de expansiune a redistribuirii, funcțiile antreprenoriatului sunt alterate și, din acest motiv, producția, care stă la baza redistribuirii, își încetinește creșterea.

A doua slăbiciune din concepția celor ce îmbrățișează redistribuirea masivă este chiar presupunerea că statul are capacitatea de a face o redistribuire „justă”. Noțiunea de „just” implică întotdeauna un aspect personal, implicând uneori în subsidiar ideea de solidaritate. Hayek (*Law, Legislation and Liberty*, Routledge, 1993) a fost foarte convingător în a arăta că ordinea pieței este însă „impersonală” și din această cauză nu poate fi cântărită ca justă sau injustă. Într-un mod impersonal, ordinea pieței asigură

coordonarea acțiunilor individuale astfel încât fiecare poate utiliza cunoașterea și calificările de care dispune într-un mod în care asigură un grad înalt de „coincidență a anticipațiilor”. Totuși, în acest proces de încercare și corectare a erorilor, în mod constant există și situații în care unele anticipații nu se materializează. Din această cauză există mereu unii agenți economici (nu neapărat mereu aceiași) care rămân în urmă. Este prețul plătit pentru a învăța și corecta erorile. Fără a plăti acest preț nu s-ar putea atinge un grad înalt de coincidență a anticipațiilor. Totuși, exact acest preț necesar este considerat „injust” de cei care cred că statul îl poate reduce sau chiar elimina prin redistribuire.

Economiștii care cred în capacitatea statului de a înfăptui justiția socială se poziționează într-un conflict metodologic: pe de o parte, evidențiază eșecuri ale pieței, care sunt reale, reflectate în cazurile celor care rămân în urmă. Pe de altă parte, presupun că statul nu eșuează în cazurile particulare în care eșuează piața. James Buchanan a arătat, făcând referire la o povestire foarte veche, că împăratul greșește dacă la un concurs între doi cântăreți ascultă doar un cântăreț, a cărui voce nu îi place, și decide că celălalt cântăreț este mai talentat. Celălalt poate cânta chiar mai rău.

În ciuda slăbiciunilor menționate, viziunea privind creșterea rolului statului în redistribuirea reglementată s-a extins. Rolul statului bunăstării a crescut enorm în economiile capitaliste dezvoltate începând din anii 1960 pentru că politicienii au decis că piața distribuie mai rău decât ar putea să redistribuie statul. Într-un fel, societatea occidentală a urmat un comportament similar celui al împăratului din vechea poveste referitoare la concursul cântăreților. Unele guverne au ajuns să aibă cheltuieli sociale de peste 20 la sută din produsul intern brut, cheltuind în total peste 50 la sută din produsul intern brut. Și totuși, pe măsură ce redistribuirea realizată de stat a crescut ca procent în PIB, nemulțumirile legate de redistribuire continuă să fie atribuite cauzal pieței, cerându-se o și mai mare intervenție a guvernului.

Este posibil ca această nemulțumire relativ la piețe să se sprijine și pe ideea promovată de unii economiști conform căreia economiile în care statele cheltuie relativ mult pentru cheltuieli sociale nu cresc mai încet decât cele care cheltuie relativ mai puțin (Lindert, 2004). Probabil însă că nemulțumirile respective se datorează în bună parte chiar creșterii ponderii cheltuielilor sociale în produsul intern la niveluri relativ înalte în aproape toate economiile occidentale. Toate aceste cheltuieli necesită impozite mari, care reduc stimulentele pentru muncă, asumarea riscului și economisire, ceea ce duce la încetinirea creșterii economice. Poate că această evoluție a impactat deja negativ antreprenoriatul suficient de mult pentru a explica în bună măsură încetinirea creșterii productivității și a producției. Pe această rută a creșterii ponderii cheltuielilor sociale și a creșterii ponderii cheltuielilor guvernamentale în PIB am slăbit, probabil, capacitatea societății de a produce solidaritate, căci solidaritatea apare endogen, atunci când, urmărind realizarea propriilor scopuri, noi ajutăm la realizarea scopurilor altor oameni.

În acest fel, ordinea pieței este în esență un proces impersonal de solidaritate. El nu poate fi injust atât pentru că este impersonal, cum spune Hayek, cât și pentru că este, în esență, solidaritate impersonală. Când intervine masiv prin redistribuire, statul reduce această solidaritate. În acest fel, redistribuirea masivă de către stat,



În numele unei justiții distributive (sau sociale), ne face mai puțin solidari în sensul profund pe care îl generează ordinea pieței. Poate că, aparent paradoxal, aceasta este sursa insatisfacției contemporane față de capitalism. Cred că economiștii ar trebui să meargă până la capăt pe drumul pe care s-au înscris atunci când au acceptat că societatea are nevoie de proprietate privată asupra mijloacelor de producție și de piețe pentru producție (condițiile (i) și (ii) menționate mai sus) și să accepte că intervenția masivă a statului are efecte contrare celor scontate.

În numele justiției distributive se pot face multe lucruri împotriva libertății. Am menționat deja că atunci când a fost aplicat, socialismul a dus la pierderea libertăților și la cvasiegalitatea de venituri a unei populații sărace. Capitalismul a păstrat libertatea și a dus la venituri mai mari pentru cei mai mulți, chiar dacă în anumite perioade inegalitățile economice tind să crească, după cum există și perioade când tind să se reducă. Variația inegalităților reflectă pulsația specifică unui sistem viu care se reînnoiește și adaptează, nu manifestarea unei legi care condamnă la dispariție. Opțiunea de a avea egalitate și libertate este iluzorie. Oamenii pot doar să aleagă între libertatea care duce la prosperitate și egalitatea care se realizează doar în sărăcie.

Inflația: se întâmplă din nou?\*

---

\* Articol publicat pe 5 martie 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„Everywhere government spending is presented as a panacea for all our economic ills.  
An enormous literature is based on this fallacy, and, as so often happens with doctrines of this  
sort, it has become part of an intricate network of fallacies that mutually support each other.“

Henry Hazlitt, „Economics in One Lesson“

În ultimul timp s-au intensificat discuțiile despre posibilitatea ca inflația din SUA să înceapă să crească relativ rapid și să redevină o problemă dacă stimulii acordati în timpul pandemiei se vor extinde cu 1,9 trilioane de dolari cât reprezintă pachetul fiscal propus. În teorie, influențele care derivă de aici pentru politica monetară a Fed nu ar trebui să ne îngrijoreze cu referire la politica noastră monetară, deoarece rata de schimb flexibilă ar trebui să elibereze rata internă a dobânzii de presiunile externe, permițându-i să ducă la atingerea scopurilor referitoare la stabilitatea prețurilor în România. Așa ar sta lucrurile dacă politica monetară ar influența condițiile monetare și financiare ale unei țări exclusiv prin rata dobânzii (canalul ratei dobânzii). Totuși, în realitate, pe de o parte, influența externă a politicii monetare a Fed este foarte puternică, iar pe de altă parte pandemia a creat condițiile ca inflația să crească în țările dezvoltate deoarece a făcut necesară apariția unei legături între guverne, firme și bănci care ar putea face dificilă retragerea la timp a stimulilor<sup>1</sup>.

## 1. Politica monetară a Fed influențează politicile monetare ale lumii

Referitor la influența externă a politicii monetare din SUA, trebuie pornit de la faptul că lumea este puternic globalizată din punct de vedere financiar, cu ample dezechilibre globale. Indiferent care este cauza acestor dezechilibre, ele sunt asociate cu fluxuri financiare între țări, astfel că flotarea liberă a ratei de schimb nu poate izola condițiile monetare și financiare interne de cele externe. De exemplu, în România, în perioada 2004-2008, intrările masive de capitaluri în condiții de lichiditate abundentă la nivel global au dus la aprecierea leului, ceea ce scumpea creditul în lei relativ la cel în valută și îmbunătățea unele fundamente financiare microeconomice (profit, *cash-flow*, activul net), toate acestea slăbind efectul pe care creșterea dobânzilor îl avea asupra încetirii creșterii creditului. Băncile extindeau creditul chiar dacă banca centrală întărea sau ar fi întărit politica monetară în linie cu cele mai exigente opinii. Invers, creșterea datoriilor externe în perioada 2004-2008 a slăbit eficiența cu care relaxarea politicii monetare a stimulat ieșirea din recesiune, deoarece o reducere a ratei dobânzii deteriora bilanțurile celor cu datorii valutare prin deprecierea leului (deteriora fundamentul financiar microeconomic denumit „leverage”).

Ideea că banca centrală a SUA poate „exporta” politică monetară chiar și în țările care au rate de schimb perfect flexibile este tot mai discutată și luată în considerare în practica politicilor monetare. Hélène Rey a argumentat solid într-o serie de studii publicate între 2013 și 2018 că există un „ciclu financiar global care este influențat

<sup>1</sup> Pe de altă parte, referindu-se din perspectiva politicii monetare la riscul retragerii premature a stimulilor, Isabel Schnabel susține că în condițiile unei astfel de retrageri, ar apărea un feedback macro financiar între guverne, bănci și firme care ar „încetini notabil (*measurably*) revenirea inflației la obiectivul nostru (al BCE – *n.a.*) pe termen mediu” și „ar compromite (*impair*) transmisia politicii monetare prin instabilități financiare, o prăbușire a creditului (*credit crunch*) și o spirală autoalimentată a prețurilor”. În viziunea sa, legătura dintre guverne, bănci și firme este în principiu virtuoasă și dacă este „administrată adecvat poate fi un motor pentru o însănătoșire rapidă, care de asemenea sprijină mandatul BCE de stabilitate a prețurilor” („The Sovereign-bank-corporate nexus – virtuous or vicious?”, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 2021).

de țara-cheie în sistemul monetar internațional, Statele Unite” și că „șocurile de politică monetară din US se transmit chiar și în țările avansate cu rată de schimb perfect flexibilă.” („International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma”, lucrare prezentată la a 15-a ediție a Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, 13-14 noiembrie 2014 și revizuită pe 22 decembrie 2015). Recent, Kenneth Rogoff a numit banca centrală a SUA „banca centrală globală *de facto*” (*the de facto global central bank*), atunci când și-a exprimat opinia că randamentele la bondurile americane cu maturitatea de 10 ani și ratele la creditele imobiliare deja cresc anticipând că Fed „va fi forțată să crească ratele (dobânzii – *n.a.*), în mod potențial spărgând bulele prețurilor activelor în întreaga lume” (*Are Inflation Fears Justified?*, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), March 1, 2021).

Deși ar putea părea surprinzător, criza pandemică a ajutat la formarea acestei anticipații că ar putea urma o perioadă de creștere a inflației și a ratelor dobânzilor în SUA, dar și în alte țări, cu consecințe pentru toată lumea. Pentru a nu fi greșit înțeles, spun de la început că măsurile luate de guverne și de băncile centrale pentru a reduce suferința fizică și economică generată de pandemie au fost necesare. Nu am îndoială referitoare la această necesitate și încă din aprilie 2020 am scris că nu magnitudinea stimulilor necesari trebuie să fie o îngrijorare, atât timp cât alocarea acestor stimuli este ghidată de principii și are volumul necesar pentru a reduce cât mai mult apariția de valuri succesive ale pandemiei. În viziunea mea, pe care am exprimat-o încă de la începutul pandemiei, un volum inițial insuficient de stimuli ar fi dus la creșterea cheltuielilor publice și a riscurilor în viitor (Pandemia: cum să evităm ce e mai rău, [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)). Totuși, așa cum voi arăta în acest articol, unul dintre principiile care trebuie să ghideze utilizarea stimulilor este retragerea imediată a acestora odată ce condițiile care i-au justificat nu mai există. Din păcate, exact acest lucru va fi greu de făcut.

## 2. Politica monetară și rolul particular al efectului de bilanț în țările dezvoltate

În cele mai multe țări, politicile dezvoltate ca răspuns la criza pandemică au avut printre obiectivele intermediare centrale menținerea creditării la un nivel cât mai înalt posibil, astfel încât recesiunea inevitabilă să fie cât mai atenuată. În acest proces, statul a absorbit o mare parte dintre riscurile existente la nivel microeconomic (gospodării și firme), deoarece șocul pandemiei a lovit mai întâi oferta, iar băncile centrale au creat condițiile pentru ca lichiditatea necesară să existe și au ajustat reglementările astfel încât condițiile financiare să fie favorabile extinderii creditării.

Indiferent ce a dus în practică la soluția descrisă, există suport teoretic care justifică o astfel de abordare și el vine cel mai clar de la teoria neokeynesistă. Această teorie conține un set eclectic de explicații referitoare la declanșarea unei recesiuni,

majoritatea preluate din diverse teorii<sup>2</sup>, dar ceea ce ne interesează aici este că are și un declanșator/mecanism propriu prin care explică scăderea cererii sau a ofertei din economie și care a inspirat mixul de politici din timpul pandemiei.

Acest mecanism propriu are la bază o distincție clară între oferta de bani și de credit și se referă la variațiile în riscurile de eșec ale gospodăriilor, firmelor nefinanciare și firmelor financiare. Mai precis, schimbările în fundamentele financiare (profit, grad de îndatorare, *cash-flow*, *avuția netă*) ale acestor entități se reflectă în schimbarea percepțiilor subiective referitoare la riscul de eșec. Astfel, o deteriorare a fundamentelor financiare duce la percepția că riscurile de eșec au crescut.

Dacă deteriorarea fundamentelor financiare are loc din cauza unui șoc care duce la scăderea producției (ofertei), așa cum a fost pandemia, atunci fundamentele financiare se deteriorează și cresc percepțiile referitoare la risc, ceea ce duce la scăderea cererii din economie<sup>3</sup> (efectul de bilanț).

Pandemia a generat exact acest rezultat: sub impactul șocului pandemic și al restricțiilor de mobilitate impuse de guverne ca răspuns la acest șoc, fundamentele financiare ale multor firme au început să se deterioreze, făcând dificilă accesarea de credite pentru a-și finanța activitatea la nivelul corespunzător cererii. Având în vedere că în economiile dezvoltate ratele dobânzilor erau deja virtual egale cu zero, atunci când pandemia a lovit societatea, statele și băncile centrale nu au avut nicio problemă în a distinge rolul special pe care îl va juca efectul de bilanț și au proiectat măsurile într-un mix ținând la reducerea riscurilor la nivelul gospodăriilor și firmelor.

În viziunea neokeynesistă pe care am reamintit-o mai sus și în circumstanțele generate de ratele dobânzilor foarte scăzute, împărțirea rolurilor între politici a rezultat în mod logic: băncile centrale trebuie să sporească amply lichiditatea de care este nevoie pentru ca băncile să poată extinde creditele, iar guvernele trebuie să-și asume o mare parte din sarcina de a contribui la evitarea deteriorării fundamentelor financiare, pentru a sprijini creditarea. Astfel, principalele bănci centrale și-au expandat agresiv bilanțurile în 2020. Gaspar, Medas, Ralyea și Ture estimează că la nivel global sprijinul fiscal a ajuns la 12 trilioane dolari („Fiscal Policies for an Unprecedented Crisis”, [blogs.imf.org](https://blogs.imf.org), 14 octombrie 2020). Rațiunea pentru împărțirea în acest fel a rolurilor între banca centrală și guvern, cu un important rol al guvernului în stimularea creditului, poate fi mai bine înțeleasă dacă reamintim că, într-adevăr, lichiditatea sau, cu alte cuvinte, oferta de fonduri disponibilă pentru a fi dată cu împrumut depinde de oferta de bani a băncii centrale, dar aceasta nu înseamnă că o creștere a lichidității de către banca centrală se va reflecta automat în creșterea creditului. Dacă riscurile referitoare la deteriorarea fundamentelor financiare sunt percepute ca foarte mari,

<sup>2</sup> De exemplu, cererea din economie poate scădea din cauza unui șoc negativ de tipul *animal spirit* (irațional) în anticipațiile referitoare la risc, ca în teoria lui Keynes, sau a unui șoc negativ în oferta de bani a băncii centrale, ca în teoria monetaristă. Similar, oferta poate scădea din cauza unui șoc negativ pe partea ofertei, ca în cazul teoriei neoclasice a ciclului real de afaceri.

<sup>3</sup> Riscurile crescute se vor reflecta în reducerea creditului, fie prin creșterea costurilor de intermediere, care reduce cererea de credite, ca într-o situație *financiară fragilă* descrisă de Bernanke și Gertler („Financial Fragility and Economic Performance”, 1990) sau ca în modelul accelerorului financiar al lui Bernanke, Gertler și Gilchrist („The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, 1998), fie prin restrângerea ofertei de credite pe care o fac băncile autohtone sau străine (raționalizarea creditelor) dacă acestea cred că probabilitățile de eșec ale clienței au crescut prea mult, ca în modelul raționalizării creditului al lui Stiglitz și Weiss („Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, 1981).

atunci banca centrală nu va putea influența creșterea creditului. Invers, așa cum am exemplificat mai sus cu referire la economia României din perioada 2004-2008, dacă riscurile sunt percepute ca foarte mici, banca centrală nu va putea reduce semnificativ creditarea prin diminuarea ofertei de bani.

Eficiența asimetrică a politicii monetare față de percepția referitoare la riscuri nu este atât de mult o problemă dacă alte canale de transmisie, cum ar fi cel al ratei dobânzii, al avuției sau al ratei de schimb au tracțiune mare (toate aceste canale depind semnificativ de rata dobânzii interne). Atunci când șocurile succesive determinate de valurile pandemice au afectat oferta și ulterior cererea din economie, ratele dobânzilor în țările dezvoltate erau deja foarte aproape de zero și eficiența relaxărilor cantitative era deja redusă, astfel că influența lor asupra creditării, a consumului și a investițiilor era mică. În schimb, ratele mici ale dobânzilor au stimulat creșterea prețurilor unor active, iar relaxările cantitative au creat presiuni pentru devalorizări competitive.

### 3. În pandemie, creditul bancar a depins de stimuli fiscali și de garanții

În acest context, sprijinul venit de la guvern a fost esențial pentru a stimula creditarea. Ajutorul pe care, în diferite țări, firmele l-au primit de la guvern a venit prin creșterea cheltuielilor pentru transferuri destinate menținerii ocupării forței de muncă, reducerii de impozite sau amânării la plată a impozitelor și, în fine, prin garanții acordate firmelor pentru a se putea împrumuta. Rezultatele au fost remarcabile. Sprijinul pe care guvernele l-au acordat firmelor în timpul pandemiei în formele menționate și în condițiile financiare facilitate de băncile centrale a permis creșterea creditelor cu ritmuri mai mari decât în perioada prepandemie. În particular, în zona euro, ritmul de creștere a creditului s-a triplat în timpul pandemiei (vezi Schnabel, *op. cit.*, inclusiv pentru evoluția îndatorării, a creditelor neperformante și a unor indicatori ce reflectă vulnerabilitatea corporațiilor în zona euro. Pentru date la nivel global se poate consulta Capitolul 1 din *Global Financial: Stability Report*, IMF, 2020, April).

Ideea de a interveni în această pandemie în combinația generică dintre guvern și banca centrală pe care am descris-o a fost bună și justificată. În criza din 2008, șocul cu care s-a confruntat economia a fost generat endogen în interiorul sistemului financiar și în prima rundă a impactat direct cererea din economie. Criza indica nevoia de a schimba ceva în structura efectivă a economiei. Intervenția fiscală și monetară împreună cu noua reglementare ca răspuns la criza din 2008 au contribuit probabil la conservarea acelor elemente ale structurii care trebuiau înlocuite și a produs noi distorsiuni în alocarea resurselor. În acest fel, s-a întărit ideea că băncile centrale și guvernele intervin pentru a salva structuri anacronice, idee care acționează ca o puternică constrângere împotriva schimbării acestui comportament în viitor.

Spre deosebire de șocul din 2008, în criza generată de pandemia din 2020 șocul a fost extern și în prima rundă a afectat producția, astfel că intervenția băncilor centrale și a guvernelor a contribuit la conservarea parțială a structurii efective a economiei existente la începutul anului 2020. Chiar dacă elementele învechite din acea structură fuseseră în mare parte conservate prin intervențiile fiscal-monetare din perioada 2008-2019, ea conținea totuși o importantă componentă rezultată în mod spontan, astfel că protejarea acelei componente împotriva unor modificări ce nu ar fi avut sursa în decizii individuale determinate de scopuri ultime, ci de pandemie, era logică și legitimă. Astfel, procesul normal prin care piața elimină entitățile economic neviabile a fost parțial „suspendat” prin continuarea inflatării bilanțurilor băncilor centrale și prin suspendarea regulilor fiscale pentru a face posibile cheltuieli bugetare mai mari pentru sprijinirea firmelor și gospodăriilor.

## 4. În mod tehnic, stimulii fiscali în exces produc inflație

Având clarificată ideea că mixul de politici din timpul pandemiei a fost în general adecvat, este nevoie să înțelegem că, simetric, stimulii oferii ar trebui retrași dacă situația sanitară și activitatea economică vor reveni la normal. Preocuparea noastră nu este referitoare exclusiv la cazul specific al României, ci, dat fiind caracterul global al piețelor financiare, inclusiv la pachetul de stimuli totalizând 1,9 trilioane dolari pe care îl are în plan administrația Biden și asupra cărora există dezbateri pro și contra între economiști americani cu reputație internațională.

În legătură cu acest pachet de noi stimuli, aici vreau să menționez doar ideea exprimată recent de Schultz, Cogan și Taylor care după ce reamintesc că „legile fundamentale ale științei economice nu au fost revocate” (*repealed*), le răspund celor care susțin că nu ar trebui să ne îngrijorăm despre cheltuielile excesive afirmând că „cheltuielile guvernamentale extravagante au invariabil consecințe dăunătoare” și că „perioadele anterioare de creșteri abrupte ale inflației, de creșteri rapide ale ratelor dobânzilor și crize financiare au venit după perioade de datorii excesive ca rafalele de vânt rapid, fără avertisment” („America’s Excessive Government Spending Must Stop”, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), 23 februarie 2021). În contrapondere, Rogoff crede că dacă politicienii nu subminează independența băncii centrale (ideea asupra căreia voi reveni) și inflația rămâne bine ancorată, „chiar cu o rapidă normalizare economică, revenirea rapidă (*pent-up*) a cererii și stimulii fiscali largi nu vor declanșa o creștere *imediată* a inflației” (*op. cit.*, sublinierea mea).

Lăsând la o parte câteva teorii dubioase cum ar fi teoria modernă a banilor, aproape toate teoriile economice ne spun că dacă nu sunt retrași la timp, stimulii vor duce la creșterea activității peste normal și vor produce inflație nedorită, mai ales că au crescut economisirile ce pot fi oricând cheltuite pentru consum. Nu numai că inflația va crește, dar așa cum ne spune teoria austriacă, prețurile vor crește



în secvențe (expresia și sublinierea îi aparțin lui Hayek), adică vor crește pe rând în diverse activități, ceea ce va duce la distorsionarea alocării resurselor, care va rezulta într-o recesiune chiar dacă inflația rămâne stabilă. Despre distorsiunile pe termen lung în alocarea producției, teoria neokeynesistă, care pare să sprijine cel mai bine introducerea stimulilor, nu ne poate spune aproape nimic, deoarece, deși recunoaște modificarea pe termen scurt a prețurilor relative pe care le provoacă stimulii monetari, nu le acceptă pe termen lung din moment ce presupune că pe acest termen banii sunt neutri și că economia revine *rapid* la echilibru.

## 5. Stimulii fiscali în exces erodează independența băncii centrale

Privind din perspectiva a ce poate și ce nu poate să facă banca centrală, cineva ar putea să spună că inflația nu ar trebui să fie o îngrijorare și să aducă în acest sens două argumente legate de capacitatea politicii monetare de a influența inflația. Unul dintre aceste argumente ar fi acela că în lumina deflației din perioada 1929-1939 și a unei inflații care în ultimii 12 ani s-a situat sub nivelul dorit, pentru tot mai multă lume pare evident că băncile centrale au dificultăți în a crește rapid inflația, astfel că apariția unei inflații nedorite în următorii 1-2 ani pare nerealistă. Mai mult, o inflație peste nivelul țintit ar fi chiar de dorit (în viziunea lui Rogoff pentru câțiva ani, *op. cit.*) dacă avem în vedere nevoia de a consolida revenirea la ceea ce este considerat „normal”. Totuși, acest argument, care în esența lui se referă la ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste la niveluri joase, ar putea să se evapore din motive care se referă la cel de-al doilea argument, pe care îl prezint în continuare.

Acest al doilea argument pentru care chipurile inflația nu ar trebui să fie o îngrijorare în cazul în care prelungirea stimulilor ar rezulta în inflație este acela că, în direct contrast cu capacitatea ei limitată de a scoate economia din deflație, banca centrală are capacitatea tehnică de a reduce inflația aproape imediat, adică oricând dorește. Cu alte cuvinte, nu ar fi nicio problemă dacă, sub influența unor cheltuieli excesive, inflația ar crește prea mult și fără avertisment, întrucât banca centrală este foarte puternică.

Dar tocmai aici apare problema. Într-adevăr, banca centrală are capacitatea tehnică de a reduce inflația. Hayek (1996) spune că dacă ne referim doar la capacitatea tehnică, banca centrală ar putea reduce inflația într-o singură zi, doar că reducerea inflației are consecințe dureroase, astfel că îngrijorarea privește „posibilitățile politice” („Can We Still Avoid Inflation?”, 18 mai 1970, în *The Austrian Theory of the Trade Cycle*, 1996). Poate că băncile centrale sunt mai bine echipate cu cunoaștere și instrumente, dar nu cred că sunt în prezent cu mult mai bine poziționate decât au fost în trecut pentru a reuși să țină inflația peste țintă exact atât timp (repet, Rogoff se referă la câțiva ani, *op. cit.*) și cu exact atât de mult cât ar trebui pentru ca anticipațiile inflaționiste să rămână ancorate la nivelurile dorite și pentru a fi intransigente în

executarea manevrelor care să aducă inflația rapid la nivelurile țintite dacă ar fi cazul. Întărirea politicii monetare pentru a aduce inflația spre țintă în timp ce se derulează un program de cheltuieli fiscale excesive sau imediat după o perioadă în care stimulii fiscali au fost în exces ar avea consecințe dureroase, ceea ce ar face ca eliminarea stimulilor să întâmpine o opoziție foarte mare. Unei astfel de opoziții, banca centrală îi poate rezista doar dacă are un sprijin solid pentru independența sa, dar în perioada relativ lungă în care inflația a rămas excesiv de joasă toleranța pe care politicienii o au față de independența băncii centrale s-ar putea să se fi erodat.

În consecință, ar putea exista o opoziție (dezaprobare) eficientă împotriva retragerii la timp a stimulilor monetari și fiscali, ceea ce s-ar putea reflecta într-o inflație mai mare decât cea dorită de banca centrală. Literatura este sugestivă referitor la stresul pe care îl generează retragerea stimulilor și la locurile în care acesta ar deveni semnificativ. De exemplu, sprijinul oficial a interferat inevitabil cu ordinea pieței, de stimuli beneficiind și firme care în condiții normale ar fi ieșit de pe piață. Astfel, opoziția ar putea veni de la firmele care ar deveni insolabile fără ajutoare odată ce economia ar reveni la condiții normale. S-ar putea opune reglementatorii pentru că știu că, similar perioadei ce a precedat criza din 2008, ratele scăzute ale dobânzilor au dus la *search for yield* și au făcut ca sistemul bancar umbră (*shadow banking*) să capete dimensiuni mari. Ar putea fi dezamăgiți investitori care, stimulați de ratele scăzute ale dobânzilor, au investit în clase de active cu risc relativ înalt comparativ cu capacitatea lor relativ limitată de a le gestiona. Dezaprobarea ar putea veni de la firme și gospodării care au devenit dependente de rate mici ale dobânzilor în ultimii 12 ani. În fine, pentru politicieni, combinația dintre magnitudinea costurilor economice și localizarea lor în societate s-ar putea transforma cu un factor incert în costuri politice.

Ce semnificație ar avea opoziția față de ridicarea stimulilor introduși în timpul pandemiei? Ar reflecta o asimetrie în atitudinile piețelor față de intervențiile autorităților fiscale și monetare: deteriorarea fundamentelor financiare este imediat acceptată pentru a justifica introducerea de stimuli de la autorități, dar îmbunătățirea fundamentelor nu este acceptată ca bază pentru retragerea stimulilor. Aceasta ne face să fim precauți în a accepta ideea că, spre deosebire de legătura dintre guverne și bănci creată la criza din 2008, actuala legătură dintre guverne, bănci și firme nu este acompaniată de hazard moral. Nu este nicio noutate aici. Știm de la Peter Druker că orice ajutor dat de autorități se sacralizează. Cei ce îmbrățișează sacralizarea ar trebui să știe însă că riscurile pe care le-au absorbit guvernele și băncile centrale atunci când au introdus stimulii nu au dispărut, ci doar s-au transferat de la firme în sectorul public. Prelungirea acestui transfer prin noi stimuli, așa cum am argumentat, nu ar face decât să ducă la creșterea datoriilor publice și la creșterea inflației.

În concluzie, dacă situația sanitară și activitatea economică vor reveni la normal în perioada 2021-2022, o continuare a stimulilor monetari și fiscali ar echivala cu amânarea revenirii la ordinea pieței și ar duce la inflație mai mare decât cea dorită și chiar crescătoare, care va împiedica în continuare revenirea la activitatea normală a pieței, din moment ce prețurile cresc în stadii, alterând modul normal de alocare a resurselor. În final, când inflația va fi prea mare, publicul se va întoarce împotriva băncilor centrale și a guvernelor, forțându-le să facă ce trebuie. Dar, între timp, publicul va suferi consecințele. Parafrazându-l pe Churchill, aceasta ar însemna să faci ceea ce trebuie după ce ai încercat toate celelalte alternative.



# Inflația, povara datoriilor și procesele ascunse\*

---

\* Articol publicat pe 13 aprilie 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„Mr. Keynes' aggregates conceal the most fundamental mechanisms of change.“

F. A. von Hayek, „Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes“

Începe să se contureze printre economiști viziunea că în economiile dezvoltate inflația va da o mână de ajutor pentru rezolvarea crizei produse de pandemie. Mai precis, creșterea randamentelor pe piețele de obligațiuni apărută în ultimele luni este privită ca semn al apariției anticipațiilor că cererea agregată și inflația vor crește. Astfel, povara pe care o exercită datoriile publice și private care au crescut în timpul pandemiei ar putea fi atenuată. Valoarea reală a datoriilor ar scădea, iar *cash-flow*-urile ar crește odată cu inflația, ceea ce ar fi un context norocos pentru cei cu datorii. Inflația este dorită de guverne și de alte entități cu datorii chiar mai mult decât era dorită înainte de apariția pandemiei.

Pentru a produce efectele dorite într-o cantitate semnificativă, circumstanțele norocoase la care mă refer ar trebui să dureze. În viziunile la care m-am referit, este aproape sigur că producția va crește nu numai pentru 2021, dar și pentru alți câțiva ani la rând. De asemenea, inflația ar crește pentru un număr de ani fără a atinge o limită de la care ar putea scăpa de sub control. Din păcate, nimeni nu știe această limită și ceea ce s-ar putea dovedi la început un noroc ar putea fi în final o mare problemă, mai ales dacă independența politicilor monetare a suferit o anumită erodare în perioada de inflație joasă ce a urmat crizei din 2008. O inflație prea mare ar putea fi declanșatorul unei instabilități financiare, ce ar încetini creșterea economică sau ar aduce o nouă recesiune și ar instala, poate, stagflația.

Aceste riscuri par să fie ignorate de unii economiști și decidenți, astfel că, în viziunea lor, următorul scenariu pare să aibă o probabilitate relativ mare: stimulii fiscali aprobați recent în SUA și economisirile care au crescut neașteptat de mult, nu numai în SUA, sunt acolo pentru a facilita atât creșterea producției, cât și pe cea a inflației, în limitele dorite. Este clar că dacă inflația va crește și riscurile menționate nu s-ar materializa, povara datoriilor va scădea. Acest tip de viziune pare să ne spună că totul este predictibil și controlabil.

În același timp însă nu este deloc clar dacă într-adevăr, odată ce pandemia încetează, ar urma o creștere a producției peste potențial și a inflației. Deși am văzut în trecut cum stimulii monetari și fiscali în exces duc la inflație ridicată, am văzut și că în ciuda unor relaxări cantitative fără precedent, inflația și producția au rămas sub nivelurile dorite după 2008 în economiile dezvoltate sau chiar din anii 1990 dacă ne referim la Japonia. Astfel, este prudent să ținem minte că în ciuda unor argumente că inflația s-ar putea accelera, nu există nicio garanție în acest sens. Nu este exclus ca singurele efecte ale unui exces de stimuli, care printre altele țintește (în opinia mea iluzoriu) la creșterea egalității economice, să fie o alocare greșită a resurselor, care să ducă în final exact la adâncirea inegalităților economice, inclusiv pentru că încetinește creșterea economică.

Viziunea aceasta conform căreia o creștere puternică a stimulilor, nejustificată de perspectivele privind pandemia, va duce la creșterea inflației se bazează pe ceea ce este astăzi caracteristic macroeconomiei, și anume pe identificarea unor legături cauzale între agregate economice. În cazul specific, odată ce pandemia va înceta, inflația ar urma să crească odată ce producția se va relua sub influența stimulilor la nivelul potențial sau peste și anticipațiile inflaționiste vor crește.

Diavolul este însă în detaliu. Un semn că acest scenariu, în care inflația se reia la niveluri relativ înalte, ar putea să nu se materializeze este deja indicat de legătura slabă care a apărut între excedentul de cerere și inflație încă din anii 1980, dar care a fost conștientizată mai ales după 2008. Dacă, din motive pe care nu le înțelegem încă foarte clar, această legătură se va dovedi în continuare slabă, inflația ar putea rămâne prea joasă în raport cu așteptările, ceea ce ar complica situația datoriilor, chiar dacă producția ar crește peste potențial.

Chiar dacă aceste conexiuni între agregate sunt identificate pornind de la fundații microeconomice, ele sunt totuși legături stabilite prin rezolvarea unei probleme de optim, în care, de regulă, gospodăria reprezentativă și firma reprezentativă maximizează fiecare câte o funcție de utilitate date fiind una sau mai multe constrângeri. În rezolvarea acestei probleme, competiția este de obicei presupusă a fi perfectă sau monopolistă, dar, foarte important, agenții economici au toate informațiile relevante pentru a lua decizii raționale. Totuși, această ipoteză poate fi constrângătoare, în sensul că este mai realist să înțelegem competiția în viziunea hayekiană a unui proces continuu de descoperire antreprenorială de noi produse și moduri de acțiune, adică de „mișcare a constrângerilor” (expresia îi aparține lui Denis O'Brien, „Hayek in the History of Economic Thought”, în Roger Garrison and Norman Barry, *Elgar Companion to Hayekian Economics*, p. 37).

Aceste mărimi medii denumite *inflație* sau *cerere agregată*, ca orice medie statistică sau agregat economic, ascund multe procese care au loc pentru că fiecare participant la piață, adică miliarde de entități, utilizează cunoștințele de care dispune pentru atingerea de scopuri particulare (Hayek). Acțiunile acestor entități, virtual nelimitate în număr și în mod cert necunoscute pentru aproape nimeni altcineva, fac ca relațiile dintre anumite variabile macroeconomice să fie dependente de cunoștințele, informațiile și scopurile particulare ale fiecăruia. Așa cum spune Hayek, „agregatele statistice ... pot, uneori, accept, să indice unele *vagi* (sublinierea lui Hayek) probabilități, dar ele în mod cert nu explică procesul implicat în generarea lor”. Cu alte cuvinte, legăturile dintre agregatele macroeconomice nu sunt cauzale în natură, cauzele fiind întotdeauna acțiunile ghidate de o cunoaștere dispersată între participanții din piață.

Mai precis, în explicația hayekiană, care cred că trebuie reamintită mai des, fiecare persoană are o ierarhie a scopurilor care, într-o extremă, arareori este cunoscută de altcineva, iar în cealaltă extremă, nu este cunoscută pe deplin nici de persoana în cauză. Eforturile fiecăruia de a-și atinge scopurile se intersectează și duc la o ierarhie a mijloacelor, care este reflectată în prețuri, care depind de raritatea lor relativă (pentru detalii a se vedea, „The Fatal Conceit: Errors of Socialism”). Nu există nicio garanție că pandemia a schimbat ierarhiile individuale ale scopurilor și modul în care ele afectează ierarhia mijloacelor în așa fel încât să vedem o creștere a prețurilor și o creștere a contribuției fiecăruia la creșterea producției la nivel agregat.

Ceea ce știm cu siguranță este că activitățile productive ale unui număr mare de participanți nu pot fi coordonate fără un grad înalt de libertate a piețelor. Prin intermediul prețurilor, piața transmite informații antreprenorilor referitoare la profiturile pe care aceștia le pot face și astfel ghidează volumul și structura producției. Antreprenorii se uită la aceste informații, nu la agregate. Aceasta explică de ce chiar

creșterea enormă a bilanșurilor băncilor centrale (relaxările cantitative), a ghidărilor prospective referitoare la mărimea și extinderea în timp a acestor relaxări și, în fine, a deficitelor bugetare nu a dus, după 2008, la creșterea inflației la nivelurile dorite de băncile centrale. Pornind de la eficiența relativ slabă a acestor măsuri în stimularea anticipațiilor inflaționiste la nivelurile dorite și în creșterea ratelor reale ale dobânzilor, putem presupune că informațiile transmise de piață fiecărui antreprenor prin intermediul prețurilor informau că, în circumstanțele lui particulare din perioada respectivă, necunoscute în întregime nici antreprenorului în cauză, nici altora, nu existau moduri particulare prin care să obțină mai mult profit.

Acțiunile individuale derulate în concordanță cu aceste rezultate nu au dus la accelerarea dorită a producției și a inflației după 2008. Băncile centrale au intervenit prin relaxări cantitative din perspectiva unei gândiri informate de modele stocastice dinamice de echilibru general, în care ecuațiile diferențiale simultane au încorporat ideea că planurile agenților economici sunt date. Dar, ca să urmăim în continuare explicația hayekiană, planurile nu sunt în fapt date, ci sunt în continuă adaptare ca urmare a proceselor de învățare care au loc prin intermediul pieței (ordinii spontane), astfel că cele mai multe pot rămâne permanent compatibile. Acest proces de învățare și de revizuire a anticipațiilor conținute într-un plan este neobservabil. Ordinea pieței depinde de foarte mulți factori, dintre care numai unii (relativ puțini) sunt cunoscuți pentru o instituție care intervine. Din această cauză, „consecințele neintenționate” sunt întotdeauna prezente, factorii necunoscuți având șansa să producă, așa cum am amintit mai sus, cu totul alte rezultate decât cele vizate de intervenție. În final, riscul ca intervenția să nu producă rezultatele dorite, dar în același timp să altereze funcționarea economiei, este prezent și câteodată poate fi foarte mare.

Faptul că stimulii monetari și fiscali nu s-au transmis până acum, prin ecuațiile știute, într-o cerere mai mare sau într-o inflație mai mare nu trebuie să ducă la concluzia că aceștia au fost insuficienți. Concluzia este aceea că toate relațiile care au funcționat cândva între diverse agregate și indicele general al prețurilor nu sunt cauzale și că pot oricând, depinzând de procesele de descoperire la care duce piața, să nu mai țină. Unii analiști cred că am putea asista la o creștere a prețurilor similară celei din anii 1970. Nu este exclus, dar există o mare deosebire: în anii 1970 nu existau dezechilibre globale. Ele au început abia din anii 1980. Probabil că excedentele globale de economisiri apărute atunci au reflectat o schimbare în preferința de timp a agenților economici, ceea ce, poate, a jucat un rol-cheie în coborârea ratei naturale a dobânzii în așa fel încât ratele dobânzilor de politică monetară au tins să coboare îndeaproape în linie cu ratele naturale, astfel că inflația s-a stabilizat la niveluri joase.

Poate că preferința de timp a publicului este în continuare foarte mare, reflectând paciența vizibilă pentru dezvoltarea de noi tehnologii, astfel că ratele naturale reale ale dobânzilor sunt așa de scăzute în termeni reali în țările dezvoltate încât stimulii monetari și fiscali nu au reușit încă să determine coborârea sustenabilă a ratei actuale reale a dobânzii la nivelul natural. Dacă este așa, este posibil ca inflația să rămână scăzută, dar, inevitabil, interferența stimulilor masivi cu ordinea pieței va fi majoră, creând distorsiuni majore în alocarea resurselor. În final, distorsiunile se vor vedea fie în inflație, fie în insuficiența ocupare a forței de muncă sau în ambele.



Răspunsul băncilor centrale ar trebui să fie foarte bine studiat, dacă vor să minimizeze distorsiunile pe care le generează când interferează cu ordinea spontană. Când în societate a existat predominant viziunea că piața coordonează și reglează acțiunile individuale libere prin semnalele transmise prin prețuri, politica monetară nu a avut niciun obiectiv autonom. Banca centrală doar administra ratele dobânzilor pentru a reflecta rezultatele schimburilor economice. Așa s-a întâmplat între 1873 și 1913, când standardul aur, singurul sistem monetar apărut spontan, a asigurat stabilitatea ratelor dobânzilor și a inflației. Când societățile au ajuns la concluzia foarte discutabilă că guvernele pot interveni, ghidate de cauzalități stabilite între agregate macroeconomice, pentru a asigura coordonarea acțiunilor individuale, regimurile monetare s-au schimbat pentru a da politicilor monetare (de tip keynesist) un rol mai întâi în stabilizarea ocupării și, mai târziu, în stabilizarea prețurilor (politici de tip neoliberal). În ambele cazuri au existat consecințe neintenționate. Prima abordare a generat inflația greu de controlat din anii 1970. Cea de-a doua a fost acompaniată de criza financiară. Există aici o lecție importantă pentru băncile centrale: atât timp cât ele administrează monopolul guvernelor asupra emisiunii de bani, ele interferează prin definiție cu ordinea pieței, dar atât timp cât acest monopol există, băncile centrale ar trebui să caute să interfereze cât mai puțin, pentru a minimiza distorsiunile pe care le produc în alocarea resurselor.

Rămâne de văzut dacă într-o societate în care se înmulțesc obiectivele cu conținuturi iluzorii sau al căror grad de realizare este permanent discutabil (de exemplu, egalitate/inegalitate economică, creștere inclusivă), băncile centrale vor putea minimiza interferența lor cu ordinea spontană sau vor fi nevoite să accepte compromisurile între obiectivele realizabile și cele nerealizabile. În prezent, bănci importante precum Fed sau Banca Angliei adoptă priorități care indică mai degrabă o filozofie conform căreia politica monetară poate să contribuie atât la stabilitatea prețurilor, cât și la atingerea altor obiective. De exemplu, Fed, care are mandat dual, este pregătită să realizeze „ocuparea maximă și stabilitatea prețurilor”, unde „nivelul maxim al ocupării” este definit în 27 august 2020 ca *broad-based and inclusive*. Alte bănci centrale vorbesc de includerea de noi obiective alături de stabilitatea prețurilor, cum ar fi obiective referitoare la economia verde, iar Banca Angliei chiar a adoptat un obiectiv referitor la încălzirea globală.

Cum va arăta mixul de politici  
macroeconomice în zona euro?\*

---

\* Articol publicat pe 6 iulie 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„If the euro is to remain a viable currency across the eurozone, members must behave in the responsible manner contemplated in the Maastricht treaty. But it is not clear that culture, so integral to a nation's personality, can be easily altered.”

Alan Greenspan, „Europe's Crisis Is All About the North-South Split”

Sub impactul unei reveniri spectaculoase a cererii, inflația ar putea crește în țările dezvoltate peste nivelurile dorite, chiar dacă referitor la aceste niveluri consensul pare să diminueze comparativ cu cel existent înainte de 2008. Această perspectivă, ce a lipsit ceva mai mult de un deceniu, animă discuțiile despre cum ar trebui să fie mixul de politici macroeconomice. De data aceasta, mixul de politici pune unele provocări noi: pe de o parte, stimulii de urgență acordați în timpul pandemiei au dus deficitele bugetare la niveluri relativ mari în toate țările. Pe de altă parte, politica monetară a fost și încă mai este bazată în primul rând pe programe de relaxare cantitativă. Aceste programe au fost inițiate ca răspuns la criza financiară din 2008 sau la criza datoriilor publice din 2010-2012 din zona euro, cât și pentru a ajuta gospodăriile, firmele, guvernele și sectorul financiar în timpul pandemiei. Date fiind aceste circumstanțe, criteriile specifice ce se au în vedere atunci când se iau decizii de politică monetară vor fi cântărite, cel puțin pentru o anumită perioadă, și din perspectiva datoriilor guvernamentale.

Analiza noastră se referă la dificultățile alcătuirii unui mix de politici într-un astfel de context în zona euro, a cărei particularitate este aceea că în timp ce are o politică monetară unică, este caracterizată de diverse grade de îndatorare a guvernelor și de viziuni diferite referitoare la disciplina bugetară.

O întrebare comună atât pentru politica monetară, cât și pentru cea fiscală este „când să înceapă retragerea stimulilor?”. Răspunsurile pot fi foarte diferite, chiar și atunci când zona nu ar fi segregată într-un grup de țări cu datorii publice relative mari și unul cu datorii relative mici. De exemplu, din perspectiva strictă a politicii monetare, pot fi opțiuni pentru retragerea stimulilor condiționate de atingerea nivelului potențial al producției, de nivelul unor variabile ale pieței muncii contraciclice și cu răspuns întârziat (șomajul total, durata șomajului), de revenirea credibilă a inflației și a anticipațiilor inflaționiste în linie cu ținta de inflație sau chiar de depășire moderată a țintei pentru o anumită perioadă, de exemplu pentru rațiuni prezentate în Eggertsson și Woodford (2003) etc. În plus, decizia ar trebui să țină cont de noua strategie a BCE, care a fost finalizată pe 8 iulie 2021 și a stabilit ținta de inflație la 2 la sută în loc de „sub, dar aproape de 2 la sută”, creând astfel posibilitatea ca inflația să treacă temporar, în anumite circumstanțe, peste acest nivel, fără însă a fi o țintire a inflației medii. De asemenea, BCE va lua în considerare schimbările de climă în deciziile privind cumpărarea de active.

În practică însă, mărimea datoriilor publice și cea a deficitelor bugetare vor conta foarte mult în decizia de politică monetară pentru că mărimea crescută a datoriilor guvernamentale (ca și a celor private) va face ca reducerea stimulilor monetari să se reflecte într-o creștere rapidă a dobânzilor plătite la aceste datorii. Astfel, țările mai puțin îndatorate, cum este Germania, vor milita pentru o retragere a stimulilor monetari bazată pe evoluția acelor indicatori care ar apropia orizontul deciziei (vezi și comparația pe care guvernatorul Weidmann (2021) o face între țestoasele din Galapagos și inflație, „care nu este moartă”, țestoasele fiind pentru aproape 100 de ani considerate dispărute ca specie) și, compatibil cu aceasta, o retragere a stimulilor fiscali pentru toate țările, ca parte a unei discipline fiscale crescute la nivelul zonei euro. Pe de altă parte, țările mai îndatorate vor susține ca stimulii monetari să fie retrași atunci când se vor vedea semnale favorabile unei astfel de decizii de la variabile

cu *lag*, care îndepărtează orizontul deciziei și, concordant cu aceasta, o continuare a stimulilor fiscali în acest orizont, cu nuanțe pe care le voi prezenta mai jos. Pentru motive pe care le voi explica mai târziu în acest articol, existența a două abordări foarte diferite privind mixul de politici macroeconomice ce ar trebui urmat în zona euro nu ar trebui să fie o surpriză.

În continuare voi arăta că niciuna dintre abordări nu va putea garanta că economia zonei euro va asigura stabilitatea prețurilor și a producției concomitent cu limitarea dezechilibrelor de cont curent la niveluri sustenabile. În acest demers, accentul va fi pus pe variantele de coordonare a politicilor bugetare, nu pe politica monetară care, atât timp cât va opera prin măsuri neconvenționale, nu va putea să nu țină seama de strategiile fiscale.

## 1. Coordonarea politicilor bugetare

O primă abordare este aceea conform căreia *toate* țările din zona euro ar trebui să crească disciplina bugetară, ceea ce va reduce nevoia pentru asistență monetară a guvernelor și va tempera inflația. În cealaltă abordare, problema reală a zonei euro o reprezintă mai degrabă austeritatea fiscală. În această abordare există două nuanțe. Una se referă la ideea că pericolul inflației nu este real, din moment ce un deceniu de politici monetare neconvenționale nu a reușit să producă inflația dorită, astfel că problema reală a zonei euro o reprezintă austeritatea fiscală din unele țări, sugerând necesitatea unei expansiuni fiscale concertate. Cealaltă nuanță se referă la ideea că nu numai țările cu datorii publice înalte ar trebui să crească disciplina bugetară, dar că și țările cu austeritate excesivă ar trebui să relaxeze politicile bugetare. Ceea ce merită o mențiune specială este că preocuparea față de inflație sau de lipsa acesteia este argumentată, în ambele abordări, nu prin diversele costuri ale inflației luate separat (impozit pe deținerea de numerar, suprainvestirea în sectorul financiar, incertitudini referitoare la prețurile relative și la nivelul viitor al prețurilor, interacțiunea cu sistemul de impozite, efectele inflației neanticipate asupra redistribuirii avuției), ci printr-o astfel de combinație a costurilor care ar putea duce la afectarea „țesutului social”, orice ar însemna aceasta.

Pentru prima abordare este reprezentativ punctul de vedere al fostului ministru de finanțe german, Wolfgang Schäuble. Într-un articol din 2 iunie 2021 din FT el arată că zona euro ar trebui să se întoarcă la *monetary and fiscal normality* și *toate* (sublinierea mea) țările zonei ar trebui să facă eforturi pentru a se întoarce la „o disciplină bugetară mai strictă”, pentru că altfel, expansiunea continuă a datoriei suverane „flancată” de măsuri monetare va duce la inflație, nu numai la bunurile de consum, unde anticipațiile inflaționiste cresc, dar și la active, unde deja este prezentă. Fără această întoarcere, se creează „riscuri pentru țesutul social”, pentru că excedentul monetar este investit în capital sau proprietăți, iar împrumuturile mari pe care le face statul adaugă la bogăția celor avuți. Schäuble îl citează pe Keynes care a spus că inflația are

potențialul de „a răsturna baza existentă a societății” (mai precis, Keynes spune că „nu există mijloace mai subtile, mai sigure de a răsturna baza existentă a societății decât de a degrada moneda”, dându-i, așa cum ține să menționeze, dreptate lui Lenin (Keynes, 2013).

Cealaltă abordare, care critică austeritatea fiscală excesivă susținând exact opusul abordării lui Schäuble, și anume nevoia unei expansiuni fiscale pentru toate țările zonei este susținută, de exemplu, într-o scrisoare semnată de peste 140 de economiști din mediul academic (Lerven van Frank *and others*, 2021). Stimulați probabil de cuvintele magice „țesut social”, ei au spus, în replică la articolul lui Schäuble, că „țesutul social al Europei nu poate să suporte o întoarcere la *fiscal as usual*, accentuând că „disciplina fiscală, nu expansiunea, lărgeste divizarea (*gulf*) dintre bogați și săraci (în particular într-o perioadă de declin economic)” și că „un deceniu de stimuli monetari neconvenționali și de ținte de inflație ratate în mod clar a eşuat să crească anticipațiile inflaționiste, indicând că propriile îngrijorări ale autorului referitoare la inflație sunt incorect poziționate (*misplaced*)”. Concluzia lor este aceea că „fără *expansiune fiscală concertată* (sublinierea mea) pentru a crește investițiile și a proteja pe cei vulnerabili, cererea agregată va rămâne joasă și standardele de viață vor stagna”.

În fine, ideea ca țările cu surplusuri bugetare din zona euro să treacă la politici mai puțin restrictive a fost sugerată încă din 2011 de Martin Feldstein (2011) de la Harvard University și a fost menționată în discursurile fostului președinte al BCE, Mario Draghi, și actualului președinte, Christine Lagarde. Mai recent, Lorenzo Bini Smaghi (2021), fost membru executiv în *Board*-ul BCE până în noiembrie 2011, a criticat abordarea de tipul „o disciplină fiscală mai strictă pentru toate țările”, spunând că afirmațiile lui Schäuble au fost făcute cu scopul de a presa țările cu datorii înalte de a reduce deficitele bugetare și de a evita hazardul moral, adică pentru a se întoarce la abordarea existentă în perioada de dinainte de pandemia COVID-19, perioadă pe care, în viziunea lui Smaghi, Schäuble o consideră „normală”, dar că acea abordare a fost eronată, căci, așa cum arătau datele din 2019, a dus la o inflație joasă, la surplusuri de cont curent și la încetinirea creșterii economice. Smaghi consideră că întoarcerea la normalitate vizează nu numai țările cu datorii înalte, dar și țările „care au furnizat invariabil politici fiscale excesiv de restrictive, astfel creând un mix de politică neechilibrat în zona euro”.

Este clar că cele două abordări sunt foarte diferite. Una propune o disciplină fiscală mai strictă pentru toată lumea, prezumând, probabil, că echivalența Ricardo-Barro funcționează și astfel politicile fiscale austere pot fi expansioniste. Cealaltă propune o acomodare a politicilor fiscale prin creșterea disciplinei în țările cu datorii relativ înalte (ceea ce nu înseamnă neapărat o disciplină fiscală „mai strictă”, cum cere prima soluție) și relaxarea disciplinei în țările care au promovat politici excesiv de restrictive, ceea ce poate să însemne, depinzând de magnitudinea ajustării, chiar o „expansiune fiscală concertată”.

Fiecare dintre cele două soluții, invocă potențialul celeilalte de a distruge „țesutul social”. În viziunea primei abordări, „țesutul social” este distrus deoarece fără o

disciplină bugetară mai strictă continuarea creșterii datoriilor publice flancate de măsuri monetare va duce la inflație. În cealaltă abordare, indiferent la care dintre cele două nuanțe menționate ne-am referi, exact incapacitatea de a atinge ținta de inflație și, implicit, pe cea de ocupare este ruta pe care se poate distruge țesutul social.

Pentru a stabili care abordare este adecvată trebuie identificată corect problema pe care una sau alta din aceste abordări s-ar presupune că ar rezolva-o. Deși nu este neapărat evident, odată identificată soluția corectă, apare și întrebarea dacă este posibil a fi aplicată în zona euro. În continuare, scopul acestui articol este să ofere un cadru care să permită identificarea unor repere pentru a judeca toate aceste aspecte.

## 2. Problema de fond a zonei euro și „țesutul ei social”

Identificarea problemei trebuie să plece de la soluția dată de către zona euro trilemei de politică macroeconomică (sau așa-numitei probleme a trinității imposibile). Trilema spune că pot fi selectate și menținute în mod sustenabil doar două din trei scopuri de politică macroeconomică: rată de schimb fixă, mobilitatea capitalurilor și politică monetară autonomă. În zona euro, soluția dată trilemei a însemnat alegerea pentru fiecare stat-națiune a unei rate de schimb fixe (de fapt o singură monedă pentru toți, și anume euro) și a liberei circulații a capitalurilor și, ca o consecință logică a celor două alegeri, renunțarea la politica monetară la nivelul țărilor participante la uniunea monetară.

Deși obiectivul la care se renunță este o consecință internă logică ce rezultă din trilemă<sup>1</sup>, alegerea trilemei este determinată sau ar trebui să fie determinată de cauze externe acestei logici. Cauzele externe sunt în natura lor sociopolitice și tehnologice, primele predominând. Cohen (1966) și Obsfeld și Taylor (1997, 2003) includ între aceste cauze competiția politică între guverne, competiția politică în fiecare țară, ideologia și progresul cunoașterii. Ceea ce contează este că soluția dată trilemei este un rezultat al echilibrului dintre factorii menționați. Aceasta nu înseamnă că soluția aleasă, deși este consistentă cu logica internă a trilemei, este o soluție din perspectiva unor factori exteriori trilemei. De exemplu, Bordo și James (2013) au arătat că o soluție bazată pe rată de schimb fixă și capitaluri mobile este incompatibilă cu stabilitatea financiară și chiar cu democrația.

Având în vedere că zona euro este o zonă monetară cu state națiuni, nu o federație, soluția trilemei poate fi în contradicție cu însuși „țesutul social” al diverselor națiuni. Desigur, noțiunea de „țesut social” este prea vagă pentru a putea fi o variabilă operațională. Dar dacă înțelegem prin „țesut social” o structură de preferințe

<sup>1</sup> Dacă se alege o rată fixă de schimb și politică monetară activă, se renunță la mobilitatea capitalurilor, așa cum s-a procedat în sistemul de la Bretton Woods, iar dacă se alege capitaluri mobile și politică monetară activă, atunci se renunță la rata de schimb fixă, așa cum este în țările dezvoltate începând de pe la mijlocul anilor 1980.

referitoare la scopuri despre care publicul crede că guvernele ar trebui să le prioritizeze explicit sau implicit prin politicile sale, atunci se poate înțelege cum soluția dată trilemei ar putea fi în contradicție cu „țesutul social”.

Este probabil corect să presupunem că fiecare membru al societății are preferințe referitoare la ceea ce crede că ar trebui să fie „obiective” care ar trebui parametrizate cu o anumită prioritate în politicile economice și sociale. Aceste preferințe sunt reflectarea unui număr mare de factori adânci culturali, sociali, economici, educaționali, cognitivi (deplasări cognitive), instituționali (inclusiv starea competiției și încrederea în instituții), ideologici, politici și geostrategici. Astfel, diversitatea preferințelor este foarte mare și pare că cu greu ar putea fi descrisă într-un mod operațional care să indice ce obiective și ce ordine de prioritate ar trebui să aibă guvernele. Totuși, în democrații liberale există un proces politic prin care se face o verificare între preferințele votanților și percepțiile lor individuale despre preferințele pe care le au politicienii referitor la obiectivele de interes pentru votanți și la prioritizarea acestora. Votanții trimit în parlamente partide și politicienii despre care cred că au preferințe și priorități similare cu ale lor (Croitoru, 2018 și 2021).

Guvernele ar trebui, astfel, să reflecte în obiectivele lor și în prioritizarea acestora în primul rând structura preferințelor majorității celor care au votat și abia în al doilea rând concordanța acestor obiective cu circumstanțe economice curente sau anticipate. Crum (2013) arată că guvernele își transferă preferințele politice în politici economice prioritizând între obiective referitoare la creștere economică, solidaritate socială și sustenabilitate. Deși sunt acordați de guverne, coeficienții de importanță pentru aceste obiective sunt rezultatul intersecției a foarte multe preferințe individuale adânci referitoare la cele trei obiective. De aceea am putea spune că structura acestor coeficienți aproximează „țesutul social”. Aceste preferințe se schimbă foarte greu. Structura de preferințe poate fi deplasată într-o țară către un anumit obiectiv, în defavoarea celorlalte două, iar în altă țară poate fi exact invers (Crum, 2013; Croitoru, 2018 și 2021). Țările Uniunii Monetare pot avea prioritizări foarte diferite referitor la cele trei obiective, o convergență a acestora fiind foarte dificil de realizat pentru că ele au rădăcini în parametrii adânci la care m-am referit.

În final, pentru că structura efectivă a coeficienților de importanță acordați celor trei obiective reflectă structura unor preferințe adânci, ea acționează ca un filtru pentru cerințele piețelor referitor la competitivitate. Aceste cerințe trebuie să poată trece de acest filtru exercitat de „țesutul social”, pentru a putea fi transpuse în parametri ai politicilor economice ale guvernelor. Acolo unde structura este permisivă (de exemplu, deplasată în favoarea obiectivului referitor la sustenabilitate), competitivitatea ar trebui ca în condiții de echilibru să se reflecte într-o stabilitate a costurilor reale unitare ale muncii (RULC). În schimb, o deplasare în favoarea obiectivelor referitoare la creștere și solidaritate, care ar contribui la menținerea economiei „departe de echilibru”, competitivitatea ar putea fi erodată prin creșterea costurilor unitare ale muncii. Într-o uniune monetară în care preferințele adânci sunt similare între țări și favorizează sustenabilitatea politicilor, costurile reale unitare ale muncii ar trebui să converge.

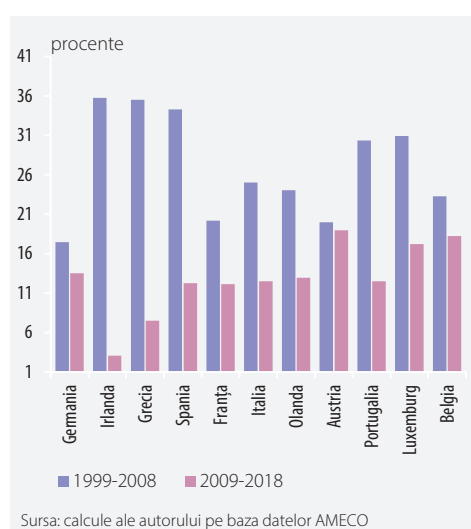


La nivelul economiei, RULC este o mărime ale cărei variații sunt relativ mici și dacă presupunem că raportul dintre populația ocupată și angajați este constant, reprezintă exact raportul dintre compensațiile nominale ale muncii și PIB nominal. Alternativ, RULC este raportul dintre salariul real și productivitate sau raportul dintre costurile nominale unitare ale muncii (NULC) și deflatorul PIB. Cu alte cuvinte, la nivelul economiei, NULC arată ce compensații nominale unitare a primit factorul muncă pentru a produce o unitate reală de PIB.

Din moment ce PIB real depinde de factori reali (capital, muncă, grad de competiție pe piețe), rezultă că NULC sunt în plus influențate de inflația bunurilor de consum, iar RULC, în calculul cărora intervine și deflatorul PIB, sunt influențate atât de inflația bunurilor de consum, cât și de inflația bunurilor intermediare. Astfel ajungem la concluzia că în măsura în care structura preferințelor adânci rezultă într-o atitudine favorabilă inflației, ea defavorizează competitivitatea, și invers.

Când au ales să aibă o monedă unică, țările participante au renunțat la posibilitatea ca deprecierea să compenseze erodarea competitivității pe care o produce creșterea mai rapidă a salariilor comparativ cu productivitatea. Alegând o monedă unică și libera circulație a capitalurilor și renunțând la politica lor monetară, țările zonei euro au ales de fapt să crească dependența zonei (a rezultatului schimburilor lor economice, reflectate în magnitudinile conturilor lor curente) de competitivitatea individuală a fiecărei țări, așa cum este ea reflectată de costurile nominale ale muncii și de deflatorii din diverse țări. Ipoteza care a stat la baza acelei alegeri a fost că o ancoră nominală unică și competiția din interiorul zonei vor asigura convergența ratelor de creștere a prețurilor și a salariilor, astfel contribuind la convergența competitivității țărilor participante. Cu alte cuvinte s-a presupus că va exista o convergență a atitudinilor față de inflație.

**Fig. 1.** Inflația IAPC cumulată în câteva țări din zona euro



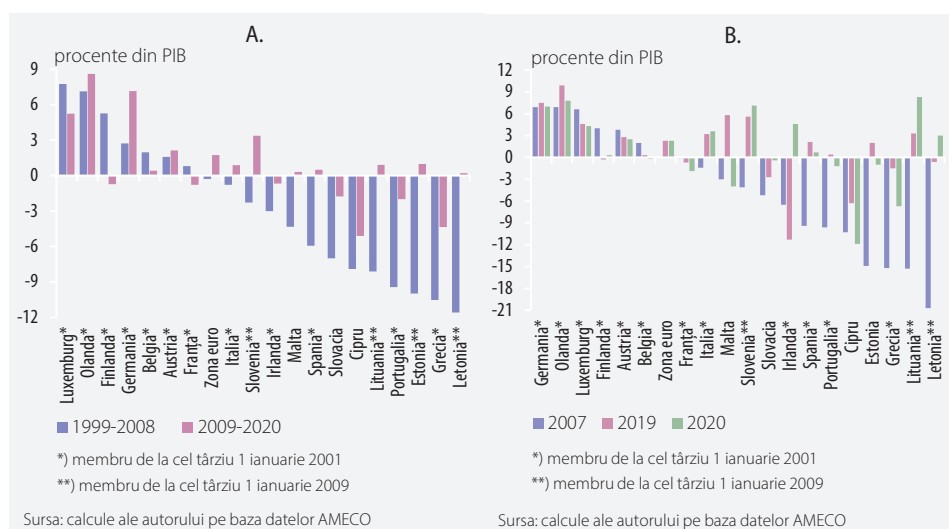
Dar exact aceste atitudini sunt greu de schimbat. În „țesutul social” al zonei euro sunt prezente atitudini diferite față de inflație. Putem prezenta segregarea atitudinilor față de inflație comparând inflația în țări care erau membre ale zonei euro încă din 1999, plus Grecia, care a devenit membru în 2000. În perioada 1999-2008, inflațiile IAPC cumulate au fost de 35,7 la sută în Irlanda, 35,5 la sută în Grecia, 34,3 la sută în Spania și 30,3 la sută în Portugalia. De cealaltă parte, în aceeași perioadă, inflația cumulată a fost de 17,5 la sută în Germania, 20 la sută în Austria, 20,2 la sută în Franța, 23,3 la sută în Belgia, 24 la sută în Olanda și 25,0 la sută în Italia (Fig. 1).

Dar, dincolo de aceste date recente, diferențele în inflație au existat și în anii 1980 și 1990 (Regan, 2017).

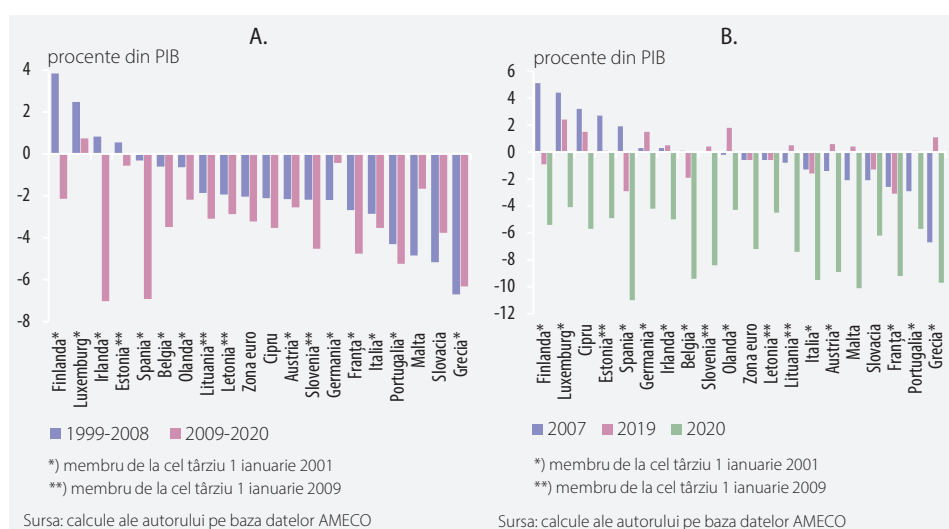
Când rata nominală a dobânzii este unică, așa cum este în zona euro pentru țările participante, aceasta înseamnă că ratele reale ale dobânzilor sunt relativ mici pentru țările în care există o înclinație pentru inflație relativ înaltă și relativ mari pentru țările cu înclinație pentru inflație relativ joasă.

Pentru perioada 1999-2008, cu atitudini diferite față de inflație, țările zonei s-au segregat în țări cu surplusuri de cont curent, acolo unde inflația a fost relativ mică, și țări cu deficite de cont curent, acolo unde inflația a fost relativ mare. O excepție a oferit Luxemburg, care deși a avut o inflație cumulată de 30,9 la sută, similară celei a Portugaliei, a avut totuși un surplus de cont curent (Fig. 2). Aceasta înseamnă că zona monetară este divizată în țări cu datorii mari și țări cu datorii relativ mici.

**Fig. 2.** Soldul contului curent din zona euro



**Fig. 3.** Soldurile bugetare din zona euro



Datele pe care le-am prezentat arată că înainte de 2008, principala problemă a zonei euro nu a constituit-o deficitele fiscale. Cu excepția Greciei, între țările care

erau membre ale zonei euro în 1999, doar Portugalia a avut o medie a deficitului bugetar de peste 3 la sută din PIB în perioada 1999-2008 (Fig. 3). Problema a fost lipsa convergenței în termenii inflației și ai competitivității, cu rezultatul segregării zonei între grupul țărilor cu surplusuri de cont curent și grupul țărilor cu deficite de cont curent.

### 3. Soluția

Înainte de a discuta soluția la problema de fond a zonei euro este util să reamintim unele paralele între soluțiile date trilemei de politică monetară în regimul standardului aur, așa cum a funcționat el în perioada sa de glorie (1873-1913), și în zona euro. Similar zonei euro, standardul aur avea rate de schimb fixe între economiile participante, cu deosebirea că în standardul aur monedele erau acoperite în aur. În ambele cazuri, capitalurile circulau liber. În fine, pe linia asemănărilor, ca și acum în zona euro, participanții la standardul aur erau state-națiuni, cu putere economică diferită.

Deosebirea vine în principal de la politica monetară. Sub standardul aur din perioada menționată, politica monetară nu avea obiective referitoare la stabilitatea prețurilor, a producției sau a ocupării forței de muncă. Politicile monetare ale țărilor asigurau stabilitatea ratelor de schimb, iar băncile centrale trebuiau să asigure variația cantității de bani din economie în linie cu variația cantității de aur monetar. Țările cu deficit de cont curent pierdeau aur, astfel că băncile centrale erau nevoite, conform regulilor standardului, să asigure creșterea ratelor dobânzilor pentru a reduce inflația și a crește competitivitatea economiei, astfel că deficitele de cont curent se reduceau și cantitatea de aur ce acoperea moneda revenea în limitele statutare. În schimb, țările cu surplusuri de cont curent câștigau aur, astfel că băncile centrale asigurau reducerea ratelor dobânzilor pentru a permite o creștere a prețurilor și, astfel, o reducere a competitivității economiei și a surplusurilor de cont curent. Standardul aur era un mecanism de asigurare a convergenței atitudinilor față de inflație și competitivitate.

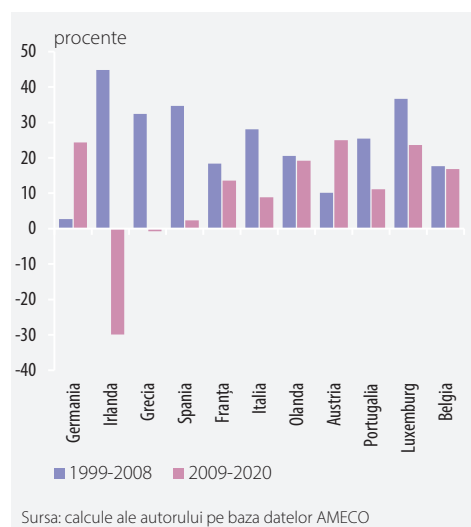
Zona euro duce lipsă de un mecanism care să asigure o convergență a atitudinilor țărilor participante față de inflație și competitivitate. Spre deosebire de standardul aur, și spre dezavantajul său, zona euro are o singură politică monetară zonală, dar transmiterea ei este realizată de către instituții (reguli, mai slabe sau mai tari) și organizații afectate de preferințe foarte diferite referitoare la obiectivele privind sustenabilitatea, solidaritatea și creșterea economică, care sunt mai degrabă naționale. Împreună, politica monetară unică, regulile fiscale mai stricte ale zonei euro și măsurile dezvoltate pentru flexibilizarea pieței muncii nu sunt suficiente pentru a schimba, cel puțin nu pe un orizont rezonabil de timp, aceste preferințe care se reflectă în atitudini diferite față de inflație, care în cele din urmă duc la diferențe de îndatorare, în special la nivelul sectorului privat.

Când zona euro se confruntă cu dificultăți economice, diminuarea dezechilibrelor din țările cu deficit de cont curent se poate face prin devalorizări interne, adică prin reduceri directe ale salariilor sau ale costurilor indirecte ale ocupării forței de muncă.

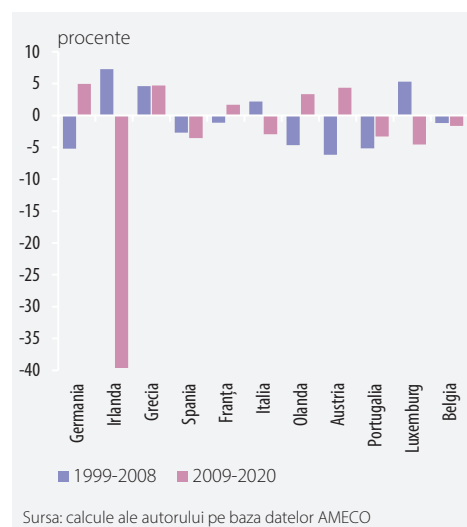
Problema cu această soluție este aceea că, pe de o parte, deși stimulează exporturile, ea reduce cererea internă, astfel că eficacitatea ei poate fi scăzută, lăsând cererea totală la niveluri relativ scăzute.

Aceasta face necesar din perspectiva țărilor care sunt nevoite să apeleze la această soluție să sprijine cererea prin relaxări fiscale. Aceste țări vor fi în principiu împotriva unei reveniri la o disciplină fiscală mai strictă. Pe de altă parte, nevoia pentru devalorizări interne ar fi mai mică, iar eficiența devalorizărilor interne ar fi mai mare dacă țările cu surplus de cont curent ar relaxa disciplina fiscală, măbind cererea pentru exporturile țărilor cu deficit sau ar crește inflația, ceea ce s-a dovedit o sarcină dificilă după criza din 2008. Dar și aici intervine o dificultate majoră, menționată adeseori: dimensiunile necesare pentru relaxarea fiscală sau creșterea inflației în țări precum Germania ar putea fi suficient de mari pentru a intra în conflict fie cu regulile fiscale, fie cu obiectivul BCE de a stabili prețurile, sau cu diverse prevederi legale. În Fig. 4 și 5 se vede că ajustările în costurile unitare ale muncii (nominale sau reale) au venit în principal de la țările care au fost nevoite să crească competitivitatea. Datele nu arată un proces simetric, în care țările cu surplusuri de cont curent inflațază și cele cu deficite de cont curent fac ajustări interne.

**Fig. 4.** Variația costurilor nominale unitare ale muncii în câteva țări din zona euro



**Fig. 5.** Variația costurilor reale unitare ale muncii în câteva țări din zona euro



Standardul aur a fost un sistem monetar care a apărut în urma acțiunii umane, dar nu a fost proiectat de om, adică a fost rodul ordinii spontane. El a fost doar consfințit în tratate. Zona euro este rodul acțiunii umane și a fost proiectată de om. Sistemul aur a conținut un mecanism care să asigure că la procesul de ajustare participă atât țările cu deficit, care aveau nevoie să producă devalorizări interne și dezinflație temporară pentru a-și crește competitivitatea și a rămâne actori credibili în sistem, cât și țările cu surplus, care aveau nevoie să producă inflație, pentru a-și reduce competitivitatea, astfel încât, împreună cu țările cu deficit de cont curent, să asigure convergența atitudinilor față de inflație și competitivitate prin acomodări reciproce care să perpetueze sistemul.

Zona euro a fost proiectată cu credința că o politică monetară unică, reguli fiscale stricte și liberalizarea pieței muncii vor asigura convergența atitudinilor față de competitivitate doar prin creșterea mereu mai rapidă a competitivității celor mai puțin competitivi. Ea nu are un mecanism care să asigure un proces de convergere a competitivităților prin acomodări reciproce. Dacă ar exista, acest mecanism ar duce la erodarea competitivității în țările cu surplusuri de cont curent și la creșterea competitivității în țările cu deficit de cont curent. Ca parte a acestui mecanism, țările cu surplusuri de cont curent ar utiliza relaxări fiscale pentru a inflata economia și țările cu deficite de cont curent ar crește disciplina fiscală.

Fără mecanismul de convergență prin acomodări reciproce, partea covârșitoare a ajustărilor se va realiza prin devalorizări interne și prin deflație în țările cu deficite de cont curent ale zonei euro, care, așa cum am subliniat mai sus, ar putea rezulta într-un nivel relativ scăzut al cererii interne, ceea ce generează imediat interesul politicianilor de a suplini deficitul de cerere privată prin expansiuni ale cheltuielilor publice. La acest aspect m-am referit mai sus afirmând că existența a două abordări foarte diferite referitoare la mixul de politică macroeconomică ce ar trebui urmat în zona euro nu ar trebui să fie o surpriză.

Politica monetară unică poate asigura o inflație medie a zonei la niveluri relativ mici și stabile, dar problema ei de fond este și va rămâne aceea că Uniunea Monetară este și poate rămâne segregată din perspectiva atitudinilor față de inflație, ceea ce generează dezechilibre de cont curent (grupul țărilor cu surplusuri și grupul țărilor cu deficite) în interiorul zonei monetare în perioade de expansiune și devalorizări interne în perioadele de recesiune. Parafrazându-l pe Hayek putem spune că inflația medie ascunde multe procese.

Vechea țintă de inflație a BCE, definită ca „sub, dar aproape de 2 la sută” acționa ca un plafon. De aici rezulta un risc intrinsec ca întărirea politicii monetare să fie prematură. În contrast cu aceasta, noua țintă permite ca, pornind de la situația existentă la data aprobării ei, ratele dobânzilor să rămână mai joase pentru mai mult timp, înainte de a reveni la niveluri relativ mai înalte. Strategia recent aprobată arată în esență o nouă orientare referitoare la relația dintre stabilitatea pe termen lung a prețurilor și stabilitatea financiară. Încă din perioada interbelică dezbaterile conduseseră la concluzia că stabilitatea prețurilor nu garantează stabilitatea financiară, dar evoluția ideilor referitoare la eficiența piețelor financiare a schimbat această concluzie pentru mult timp, astfel că până în 2008 politicile monetare au lucrat cu ipoteza că stabilitatea prețurilor înseamnă și stabilitate financiară.

Totuși, interesul pentru a cerceta această compatibilitate dintre cele două obiective a rămas depozitat atât în universități, cât și în interiorul băncilor centrale, revenind în atenție cu mult înainte de criza din 2008. Dacă nu mă înșel, Clarida, Galí și Gertler (1999) au fost primii care au sugerat că preocupările privind stabilitatea financiară se află printre factorii care îi determină pe bancherii centrali să „netezească” (*smooth*) schimbările în ratele dobânzilor. La BCE, tema a fost mai intens dezbătută mai ales începând cu anul 2000. Actuala strategie reflectă concluziile acelor dezbateri prin aceea că face mai mult loc pentru rezolvarea problemelor privind stabilitatea

financiară, loc pe care rațiunile referitoare la stabilitatea financiară poate că nu l-ar fi dobândit fără presiunea care vine și de la realitatea că gradele de îndatorare ale guvernelor din zona euro sunt relativ mari, iar sectorul bancar are expuneri semnificative față de guverne.

Noua strategie are la bază ipoteza implicită și corectă că stabilitatea prețurilor pe termen lung nu este suficientă pentru a asigura stabilitatea financiară. Mai mult, în strategie se afirmă clar că „stabilitatea financiară este o precondiție pentru stabilitatea prețurilor și viceversa” (*European Central Bank*, p. 12). Țintirea inflației într-o formă strictă înseamnă că banca centrală pornește de la o prognoză pe un orizont scurt de timp (de exemplu de 2 ani) a deviațiilor inflației de la țintă și stabilește o traiectorie a ratelor dobânzilor astfel încât să aducă inflația la țintă la sfârșitul aceluia orizont relativ scurt.

Totuși, date fiind anumite circumstanțe ale sectorului financiar, inclusiv îndatorarea înaltă a guvernelor și expunerea semnificativă a băncilor față de acestea, o astfel de strategie poate produce costuri, cum ar fi deflația, care amplifică datoriile reale și trecerea producției sub potențial. Dacă obiectivul primar al băncii centrale este stabilitatea pe termen mediu a prețurilor, atunci acceptarea unor devieri ale inflației peste nivelul țintit, pentru a evita instabilitatea financiară, pare optimă. Dintr-o altă perspectivă, aceasta înseamnă în fapt acceptarea că, date fiind circumstanțele, un orizont de 2 ani al prognozei este prea scurt în raport cu ținta de inflație. În circumstanțe speciale, o plasare a inflației pentru o anumită perioadă la niveluri moderate peste țintă ar ajuta și sistemul financiar și guvernele.

Dar diavolul este în detaliu. Să presupunem că există un *boom* economic și că economia are o structură pe debitori ca cea descrisă de Minsky: ponderea debitorilor neacoperiți și a celor de tip Ponzi este mare comparativ cu cea a debitorilor acoperiți. Atunci, magnitudinile creșterii inflației peste țintă și ale perioadei de deviere pot fi oricât de mari, cu condiția să fie suficient de mici pentru a nu dezancora anticipațiile inflaționiste pe termen lung. Chiar dacă, procedând așa, se poate evita ca sectorul financiar să fie cauza unei instabilități în producție și a unei deflații ce mărește datoriile în termeni reali, devine posibil ca situarea ratei dobânzii sub nivelul natural (cauza creșterii inflației peste țintă în acest exemplu) în perioada respectivă să distorsioneze alocarea resurselor în producție. Un exemplu ar fi acela în care apar economisirile forțate, care duc la modificarea prețurilor relative ale bunurilor de consum în raport cu cele ale bunurilor de investiții, ceea ce ar putea rezulta în final în recesiune atunci când rata dobânzii începe să crească și economisirile forțate sunt eliminate.

Din perspectiva problemei de fond a zonei euro – și anume segregarea ei în două grupuri referitoare la atitudinile față de inflație și, astfel, față de competitivitatea prin preț –, o țintă mai înaltă sau posibilitatea ca inflația să depășească moderat pentru o perioadă ținta nu este o soluție. Dată fiind segregarea atitudinilor față de inflație din zona euro, rata nominală de politică monetară va continua să rezulte în rate reale mai mici în grupul de țări cu înclinații spre inflație și în rate reale mai mari în grupul de țări cu aversiune față de inflație. Astfel, în perioade de expansiune, zona euro va continua

să fie divizată în grupul țărilor cu surplusuri de cont curent și grupul țărilor cu deficite de cont curent, cu toate consecințele. Politica monetară nu are vreo vină pentru aceasta. Poziția ei este inevitabilă într-o uniune monetară caracterizată de atitudini diferite față de inflație și bazată pe state-națiuni cu politici fiscale individuale.

## 4. Concluzii

Concluzia mea este că indiferent ce va prevala în viitorul apropiat între „disciplină bugetară mai strică pentru toată lumea” și „expansiune fiscală concertată”, problema acestei alegeri este condamnată să se repete. Ironia este că, așa cum am ilustrat cu cifre, nu disciplina fiscală este sursa problemei, ci incompatibilitatea care poate apărea între obiectivul integrării monetare și statele-națiuni. În teorie, între cele două ar putea fi o compatibilitate atât timp cât aceste state ar concura între ele pentru a câștiga încrederea piețelor (Rodrik, 2000), ceea ce ar asigura condițiile care să ducă la convergența atitudinilor față de inflație și competitivitate.

Standardul aur a asigurat această cerință prin faptul că spiritul care domina atunci societatea a permis acesteia să aibă ca obiectiv păstrarea libertății politicilor față de intervenția guvernelor și nu obiective referitoare la stabilitatea ocupării și a producției sau la egalitatea economică. Pentru cei care au înțeles în profunzime că economia națională este ordine spontană, nu o organizație economică, este imediat acceptabil că exact strădania de a atinge acele obiective este, pe termen mai lung, mai degrabă cauza instabilității.

Zona euro ar putea să rămână compatibilă cu state-națiuni doar dacă toate țările ar lupta pentru a promova un rol crescut pentru piețe în administrarea economiei. Aceasta ar însemna ca toate statele membre să lupte pentru disciplină monetară strictă, guverne suple și disciplinate fiscal, impozite relativ mici, legislație flexibilă a muncii, reglementări care, renunțând la „proiectarea umană”, doar consfințesc bunele practici ale pieței etc. Prin aceasta nu spun nimic nou și nici nu comit vreo erezie, căci părinții fondatori au avut în vedere exact aceste premise când au discutat inițial de zona monetară. Toate acestea sunt cerințe stricte atunci când regimul monetar se bazează pe rate de schimb fixe între țări sau pe o singură monedă și sunt necesare pentru a izola în statele membre politicile economice de influența politică, astfel încât să se asigure premisele convergenței inflației și competitivității.

Din păcate, zona euro a încercat să mențină compatibilitatea dintre obiectivul integrării monetare și statele-națiuni prin crearea unui cadru comun de politici a căror implementare (exceptând politica monetară) rămâne sub controlul statelor-națiuni. Aceasta implică, pe de o parte, un proces decizional în care rolul statelor cu surplusuri este, datorită rolului lor de creditori, predominant, iar pe de altă parte, implică mecanisme și instituții de supraveghere ce instituie obiective cantitative și proceduri de reducere a devierilor de la acestea ce trebuie urmărite de o birocrație tehnocrată.

Această soluție este în esență intervenționistă și nu reprezintă acea competiție pentru crearea condițiilor care să asigure pieței un rol mai mare în asigurarea convergenței atitudinilor referitoare la inflație și competitivitate, adică a compatibilității dintre obiectivul integrării monetare și statele-națiuni.

Din păcate, competiția între politicile țărilor pentru a lăsa un loc mai mare pieței și competitivității, ca și spiritul care o anima, s-a alterat, astfel că atitudinile față de inflație și competitivitate sunt segregate. Segregarea aceasta condamnă zona euro ca în timpuri bune să producă dezechilibre majore de cont curent în special în sectorul privat. În timpuri de criză, ajustările vor fi suportate, prin devalorizări interne, în special de țările cu deficite de cont curent, astfel că, în viziunea keynesistă care predomină, unele țări vor trebui să intervină masiv prin creșterea deficitelor bugetare pentru a compensa scăderea cererii private. Astfel, dezbateră „disciplină bugetară mai strică pentru toată lumea” vs. „expansiune fiscală concertată” va reapărea după fiecare criză. Dezbateră de care are însă nevoie zona euro și întreaga Uniune Europeană este dacă nu cumva guvernele au devenit economic prea mari, mai ales pe ruta creșterii cheltuielilor sociale, intrând în contradicție cu integrarea monetară și cu rolul pe care aceasta l-ar putea juca pe drumul creării uniunii politice și fiscale în întreaga Uniune Europeană.





Clima, inegalitatea și inflația:  
când știința nu spune  
ce credem noi că spune\*

---

\* Articol publicat pe 23 august 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„It is harder to crack a prejudice than an atom.“

Albert Einstein

„The struggle for freedom is ultimately not resistance to autocrats or oligarchs but resistance to the despotism of public opinion. It is not the struggle of the many against the few but of minorities – sometimes of a minority of but one man – against the majority. The worst and most dangerous form of absolutist rule is that of an intolerant majority. Such is the conclusion arrived at by Tocqueville and John Stuart Mill.“

Ludwig von Mises, „Theory and History“

„The truth is that most people lack the intellectual ability and courage to resist a popular movement, however pernicious and ill-considered.“

Ludwig von Mises, „Planned Chaos“

„But then they send me away to teach me how to be sensible  
Logical, oh responsible, practical  
And they showed me a world where I could be so dependable  
Oh clinical, oh intellectual, cynical

There are times when all the world's asleep  
The questions run too deep  
For such a simple man

Won't you please, please tell me what we've learned  
I know it sounds absurd  
Please tell me who I am

I said, watch what you say or they'll be calling you a radical  
Liberal, oh fanatical, criminal  
Won't you sign up your name, we'd like to feel you're acceptable  
Respectable, oh presentable, a vegetable“

Roger Hodgson, „The Logical Song“

# 1. Introducere

În ultimii ani, mulți economiști, sociologi, politologi și politicieni din economiile occidentale par să abordeze unele subiecte de interes, cu precădere schimbările climatice și inegalitățile economice, ca și cum economiile lumii ar funcționa greșit. În viziunea lor, dacă ar funcționa corect, economiile nu ar contribui la încălzirea globală și nu ar rezulta în inegalități economice sau în creșterea temporară a acestor inegalități. Din modul în care este formulată problema, soluția apare ca o supunere individuală cu necesitate față de un scop general: întreaga economie trebuie să facă schimbări care să reducă, eventual, chiar la zero, contribuția la încălzirea globală și să diminueze, dacă nu chiar să elimine, inegalitatea. Toate acestea după planuri bine stabilite la nivel global, regional și la nivel de țară.

Cei ce gândesc astfel par să fi dobândit o cunoaștere definitivă și să aibă câteva certitudini legate de subiectele respective. Ei par să știe că activitatea umană este un factor relevant pentru încălzirea globală. Par, de asemenea, să știe că există politici care ar reduce inegalitatea sau ar favoriza clima fără a fi în conflict unele cu altele și fără a induce încetinirea creșterii economice pe termen lung. În termeni mai generali, par să știe ce schimbări ar trebuie făcute în economie pentru a aduce sub control evoluțiile care (ii) îngrijorează. Și, în fine, par să știe că dislocarea unor resurse masive de la destinații particulare pe care o generează introducerea administrativă în ordinea naturală a economiei de obiective referitoare la climă și la inegalitate este însoțită de beneficii nete.

Această încredere că omul cunoaște schimbările necesare pentru societate și economie, că știe cum să le controleze nu este deloc nouă în general și nu este nouă nici în cazul particular al schimbărilor de mediu și al inegalității. Este o vanitate mai veche a celor ce studiază științele sociale, dar și a politicienilor, care constă în ideea că societatea poate fi construită/proiectată utilizând rațiunea și că rezultatele astfel obținute sunt mai bune decât cele ce apar prin ordinea pieței.

Această vanitate a fost satisfăcută printr-un împrumut ilegitim de metode de cercetare din fizică, așa cum au arătat mai ales Hayek și Popper, iar uneori printr-o metodă care, de obicei, trece neobservată, și anume prin aducerea în același plan de importanță a componentei sociale și a celei naturale a mediului care îl înconjoară pe om. Deși componenta socială este principalul element al mediului înconjurător al omului, câteodată a fost nevoie ca o componentă din natură să fie ridicată la un nivel similar de importanță, exact pentru a justifica mai bine unele schimbări proiectate pentru principala componentă: societatea.

Este, cel puțin parțial, ce a făcut în anii 1970 Clubul de la Roma prin *Raportul* său intitulat *The Limits to growth* (Meadows et al. 1972), care așa cum sublinia Hayek (1974) „se pronunța în numele științei”. Ignorând capacitatea piețelor de a inova, autorii *Raportului* au analizat evoluțiile pe care le-au înregistrat în primele șapte decenii ale secolului al XX-lea unele variabile precum resursele naturale, producția, demografia și au creat ecuații care le-au pus într-un model în relații cauzale, obținând concluzia că omenirea își va atinge limitele de creștere în aproximativ 100 de ani. Pentru a

sublinia în ce scopuri poate fi utilizat prestigiul științei, Hayek a remarcat că *Raportul* s-a bucurat de o publicitate excepțională din partea media, care a rămas tăcută despre „critica devastatoare primită de la experți competenți”.

Exercițiul se repetă în prezent, inclusiv prin aceea că, similar celor întâmplate în anii 1970, rezultatele intens mediatizate sunt cele care arată influența nefastă a acțiunii umane asupra mediului, detectate prin metode „științifice”, în timp ce studiile cu viziune opusă sau echilibrată sunt foarte slab mediatizate și puse la îndoială. Sunt multe rezultate care i-ar surprinde pe foarte mulți, dacă le-ar cunoaște. Koonin (2021), un om de știință care a fost Subsecretar pentru energie în administrația Obama și pe care l-am parafrazat în partea a doua a titlului, arată că oamenii nu au produs o influență detectabilă asupra uraganelor în ultima sută de ani; că gheața care acoperă Groenlanda nu se restrânge în prezent mai repede decât se restrângea acum 80 de ani; că impactul economic net indus de schimbarea climei produsă de om va fi minimală până cel puțin la sfârșitul acestui secol; că valurile de căldură din SUA nu sunt mai frecvente în prezent decât în 1900; că cea mai înaltă temperatură din SUA nu a crescut în ultimii 50 de ani; și că, în fine, oamenii exercită o influență crescândă, dar fizic mică, asupra încălzirii climei, iar deficiențele din datele privind schimbarea climei „ne pune la încercare abilitatea de a separa influențele umane de schimbările naturale precar înțelese” (pp. 2-5).

Cu toate acestea, la fel ca în anii 1970, informația referitoare la schimbările climaterice oferite de oamenii de știință este prezentată ca și când gazele de seră produse de activitățile umane sunt sursa tuturor dezastrelor de la inundații și secete la valuri de căldură și incendii și la topirea gheții arctice. Koonin (2021) arată că deconectarea dintre fapte și înțelegerea lor de către public și politicieni vine de la prea multele filtre care apar între rapoartele științifice propriu-zise, așa contradictorii între ele cum sunt, și rapoartele de evaluare, sumarele și reflectarea, uneori jenantă, de către presă. În final, „accidental sau cu scop” (Koonin, 2021, p. 2), mare parte din public și politicieni este greșit informată despre faptele pe care știința le prezintă despre climă. În aceste condiții, este ușor pentru cei ce cred că pot schimba societatea și economia să stabilească ținte prea ambițioase referitoare la reducerea emisiilor de carbon și măsurile care ar duce la atingerea lor, pe care să le impună societății atunci când dețin puterea. Utilizând „cauzalități mecaniciste unidireționale” (expresia îi aparține lui Hayek, 1988) ei pot dovedi că intervenția astfel proiectată va duce la beneficii nete pentru economie în ansamblu.

În viziunea pe care o propun aici, ridicarea componentei naturale la rangul de importanță al componentei sociale a mediului înconjurător al omului este una dintre căile redescoperite în ultimul timp de adepții proiectării și controlului schimbărilor din societate prin care să reducă liberalismul economic, care este intrinsec incompatibil cu construcția rațională a societății. Mai precis, unii votanți și lideri liberali adevărați, care se opun folosirii impozitelor ca instrument de redistribuire, ar putea totuși accepta relativ ușor, în numele controlării încălzirii globale, utilizarea de noi impozite sau de impozite crescute pentru a accelera alocarea conform unui proiect uman a resurselor în industrii și tehnologii în care piața le-ar aloca în cantități diferite și conform unui calendar diferit. Dar, odată ce ar accepta politicile ce i-ar „proteja”

pe oameni împotriva unor adversități ale naturii, liderilor liberali le va fi mai greu să explice de ce nu le-ar accepta și promova pe cele care i-ar apăra pe oameni de adversitățile economice din societate.

## 2. Creșterea încrederii în proiectarea umană în epoca recentă

Încrederea omului în capacitatea sa de a proiecta ordinea socială a existat dintotdeauna. Atât modul în care această încredere s-a consolidat, a devenit predominantă și s-a transmis în acțiuni practice, cât și potențialul distructiv al acestei încrederi au fost explicate convingător de autori geniali precum Friedrich Hayek, Karl Popper și Michael Polanyi. Una dintre ideile-cheie ale acestor filozofi este aceea că în științele sociale acționează altfel de legi decât cele din fizică și că metodele din fizică nu pot fi utilizate pentru a predicționa și controla schimbări sociale. Folosind teoriile și concluziile acestor gânditori, obiectivul meu este de a readuce în atenția publicului, în special celui tânăr, slăbiciunea concepției că omul poate folosi metode din fizică pentru a proiecta și controla evoluțiile din societate și de a privi unele inițiative din prezent prin această prismă.

Începând cu prima jumătate a secolului al XIX-lea, preocuparea de a proiecta ordinea socială s-a focalizat atât pe schimbările sociale, cât și pe schimbările în natura umană necesare creării unui „om nou” sau pe preservarea „rasei pure”. Acea încredere și circumstanțele particulare care au acompaniat-o au favorizat apariția comunismului în Rusia, în 1917, a fascismului în Italia și a nazismului în Germania, în anii 1930. După al Doilea Război Mondial, socialismul început în Rusia s-a extins în alte țări. După război, încrederea în capacitatea omului de a proiecta schimbări sociale și economice a devenit foarte înaltă și în țările occidentale capitaliste, ceea ce a făcut ca locul pentru reglementări și restricții să crească în defavoarea libertății piețelor. Cu toate acestea, începând cu a doua jumătate a anilor 1980 și până în 2008, economiile capitaliste au favorizat o creștere, ce este drept, firavă, a libertății piețelor.

Totuși, după criza din 2008, acel plus de libertate economică apărut în perioada 1980-2008 s-a evaporat. Mai mult, liberalismul a fost recent găsit vinovat de a fi favorizat disparități rasiale. Cum a fost posibil ca liberalismul să se evapore din societate și să se ajungă la acuzații de rasism? Probabil că răspunsul cel mai la îndemână este că propaganda care a început imediat după acea criză a fost îndreptată spre a arăta că interesul personal este egal cu egoismul, că libertatea piețelor nu face decât să hrănească animalul sălbatic al capitalismului, și anume „ciclul de afaceri”, pe care, chipurile, numai o planificare individuală nu îl poate îmblânzi. În viziunea lor, inegalitățile economice și sociale sunt rodul prea marii libertăți a piețelor. Astfel, se readuce în actualitate ideea greșită că planificarea făcută de fiecare entitate economică nu poate fi coordonată de piețe pentru a duce la rezultate comparabile cu o „planificare” conștientă făcută pentru societate de elitele intelectuale.

Cei ce cred în planificarea schimbărilor din societate găsesc întotdeauna o justificare pentru abordarea lor în apariția crizelor economice, care ar fi fie mai rare, fie mai blânde, dacă libertatea piețelor ar fi mai mică și rolul reglementării ar fi mai mare. Confortul intelectual pentru această abordare își are originile în chiar filozofia lui Aristotel, care este considerat primul economist, dacă ne referim la ideile sale despre gospodăria sau ferma bazată pe proprietatea privată, dar care nu este deloc un economist atunci când vine vorba de economia națională (economia în ansamblu), pentru că, așa cum demonstrează Hayek, atât pentru el, cât și pentru Platon (care, favoriza însă proprietatea comună), economia în ansamblu nu este un proces evolutiv, ci ordine ce apare ca rezultat al unei minți superioare. Aceste idei au rămas în viață, fiind perpetuate de Rousseau, Saint-Simon, Marx și de toți cei care i-au urmat.

Astfel, după 2008, planificarea individuală a fost și mai mult decât în trecut „dirijată” prin noi reglementări stufoase care vizau noi ținte numerice pentru bilanțurile individuale. Și, ca totul să fie compatibil cu încrederea în capacitatea elitelor de a genera proiecte sociale și economice pentru societate, aceste reglementări sunt într-o proporție covârșitoare rodul proiectării umane, nu neapărat reguli descoperite de piețe ca bune practici.

Dusă la extrem, tendința actuală înseamnă să promovăm democrația, dar fără o componentă de liberalism economic proeminentă. Numai că fără această componentă, democrațiile vor slăbi foarte serios, pentru că nu ar putea să rămână solide din perspectivă economică. Democrațiile nu pot fi solide decât dacă sunt bogate, dar asupra acestei idei voi reveni cu mai multe detalii în ultima secțiune. Aici vreau să subliniez doar că dacă sărăcesc semnificativ, democrațiile se erodează, ceea ce le va aduce critici dure, pe care diverse coaliții politice ar putea fi foarte tentate să le contracareze prin renunțarea la alte libertăți, pe lângă cea economică. La extrem, socialismul ar putea fi privit și ca rezultat al unei astfel de evoluții, în care democrațiile au pierdut complet componenta liberală.

Sprijinirea recentă printr-o puternică propagandă a ideii că omul poate proiecta și controla schimbările din societate și economie a dus la concluzia că ceea ce s-a înfăptuit fără a fi rodul proiectării umane trebuie schimbat. În viziunea „omniscientă”, nu numai inegalitatea economică, dar și in justiția rasială au fost favorizate de liberalism, care a fost complice cu o in justiție rasială și a fost, de multe ori, fraudulos economic (Gray, 2020). Pe scurt, dacă la ceea ce se numește democrație liberală s-a ajuns trecând prin rasism, sclavagism etc., atunci ea trebuie reconstruită, pentru a fi înlocuită cu ceva ce ar trebuie să fie concordant cu un nou proiect uman de a transforma societatea. Recentele mișcări ce pot fi circumscrise așa-numitei culturi *cancel* sau *mișcare woke* sunt în esență un reflex al acestei redescoperiri a ideii că societatea este mai bună dacă este proiectată de om. Chiar dacă aceste mișcări nu spun cum ar trebui să fie noua societate, ele indică ce ar trebui eliminat din ea, de exemplu pentru a crește justiția rasială sau egalitatea de gen și orientare sexuală, prin acțiuni ce merg de la repudierea liberalismului economic și marginalizarea socială a unor critici ai mișcării până la eliminarea sau repudierea unor valori ce sunt percepute ca produse sau simboluri ale vechii ordini, indiferent că este vorba de muzică, de matematică sau de programe (curricula) de învățământ. Ceea ce este notabil este că mare parte dintre cei care susțin mișcarea sunt tineri ce provin din clasa de mijloc

și au o educație relativ înaltă (pentru aceste aspecte și pentru o pertinentă și foarte nuanțată caracterizare a mișcării *woke*, prin comparație cu mișcarea bolșevică sau cu mișcarea similară din Evul Mediu, vezi Gray, 2020).

### 3. Un (nou) act de trădare

Numai propaganda singură nu ar fi fost însă de ajuns pentru a genera evoluțiile menționate și care contribuie la erodarea masivă a liberalismului economic. A fost și un act de trădare din partea elitei intelectuale referitor la libertatea economică și la rațiune. Pentru că „trădare” este un cuvânt foarte puternic, ideea trebuie explicată suficient încât să nu fie greșit înțeleasă prin semnificațiile pe care cuvântul respectiv le are.

Ideea de trădare a elitei intelectuale față de aceste două valori și, implicit, față de toleranță, pe care ambele o implică, este sugerată de Karl Popper, atunci când afirmă că „... unii dintre cei mai mari dintre liderii intelectuali ... din trecut au sprijinit atacul peren asupra libertății și rațiunii” (Karl Popper, 1945, prefață la prima ediție), și astfel asupra toleranței, din moment ce Popper arată (de exemplu în *op. cit.*, Capitolul 24: *The Revolt Against Reason*) legătura strânsă dintre libertate și rațiune, pe de o parte, și libertate și toleranță, pe de altă parte.

Această referire la trădare este făcută de Popper într-o perioadă în care regimurile totalitare își atinseseră apogeul prin fascism și abia se extindeau prin comunism. Cine nu este familiarizat cu opera în care Popper a explicat trădarea elitelor ar putea spune că societatea noastră a evoluat și că cu greu așa ceva s-ar putea întâmpla în prezent. Dar Popper spune în introducerea la *Societatea deschisă și inamicii săi* că civilizația noastră „continuă să crească în ciuda faptului că atât de des a fost trădată de atât de mulți dintre liderii intelectuali ai omenirii”.

El menționează că „totalitarismul zilelor noastre aparține unei tradiții care este la fel de veche sau la fel de tânără ca civilizația noastră”. În acest context subliniază semnificația deosebită pe care o are „lupta perenă” împotriva totalitarismului. Totalitarismul a stimulat interesul său pentru a arăta eșecul „filozofilor care sunt responsabile pentru larg răspândita prejudecată împotriva posibilității reformelor democratice” și pentru concepția că „our industrial system cannot continue to function without adopting the methods of collectivist planning ...”.

Astfel, în mod particular ne interesează să subliniem aici că atacul asupra valorilor menționate a fost susținut de-a lungul timpului și ar putea fi susținut în continuare de o viziune despre istorie inițiată de Platon și adoptată și dezvoltată de Hegel și Marx, pe care Popper a botezat-o istoricism. Conform acestei viziuni, istoria este guvernată de „legi inexorabile ale dezvoltării”, pe care elitele intelectuale le pot descoperi și folosi pentru a înțelege încotro merge societatea și modul în care puterile statului pot fi crescute oricât de mult ar fi necesar pentru a le putea planifica în folosul societății.



În esență, istoricismul spune că există „legi inexorabile ale destinului istoric” (Popper, *The Poverty of Historicism*, 1964 [1957], în dedicația ce precede textul cărții). Este relevant să amintim în contextul schimbărilor care se petrec în societate în zilele noastre – mă refer mai ales la creșterea progresismului – că Popper a formulat următoarea concluzie: „It seems as if historicist ideas easily become prominent in times of great social change” (Popper, vol. 1, 1945, p. 14).

O ramură a istoricismului care a devenit predominantă în societate și în studiul academic al disciplinelor din științele sociale este aceea care se bazează pe utilizarea metodelor fizicii în științele sociale (istoricismul „pro-naturalist” sau „pozitiv”, după cum se exprimă Popper). Popper sugerează că „cu excepția științei economice”, științele sociale se află într-o stare deplorabilă exact din cauză că utilizează aceste metode ale fizicii într-un domeniu unde sunt inadecvate. Hayek (1967) [1935] a mers chiar mai departe și a argumentat că exact utilizarea acestor metode explică insuccesul în toate științele sociale, inclusiv în știința economică, cu precădere în teoria monetară.

Trădarea astfel înțeleasă a avut elementele sale ironice, căci economiștii au renunțat la o metodă adecvată de cercetare a structurilor complexe pentru a adopta una improprie și dedicată studierii cauzalităților mecanice simple din fizică. Metodele pe care le-au dezvoltat Adam Smith și Adam Ferguson pentru a cerceta structurile complexe utilizau conceptele de formare spontană a ordinii și evoluție selectivă. În fapt, strădania unor gânditori ca Smith, Ferguson, Carl Menger, Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek, Wilhelm Röpke de a înțelege formarea relațiilor umane prin intermediul conceptelor de ordine spontană și de evoluție a transformat aceste concepte în instrumentele principale de a înțelege fenomene complexe, cu cauzalități multidirecționale.

Pentru înțelegerea unor astfel de fenomene complexe, anumite abordări cauzale unidirecționale, inspirate din fizică, sunt insuficiente. Hayek (1988) a documentat cum anumite științe complexe cum sunt cibernetica, teoria sistemelor generale, sinergetica etc. nu au împrumutat concepte mecaniciste din fizică pentru a putea studia interacțiunea dintre elementele identificate ca aparținând unui sistem complex. Ele au împrumutat exact conceptele de ordine spontană și evoluție de la filozofii ai moralei și economiști, de la lingviști, de la juriști care nu au împrumutat metode din fizică, ci doar au utilizat metode adecvate naturii complexe a sistemului relațiilor dintre oameni. Dacă nu mă înșel, chiar și fizica utilizează conceptul de ordine spontană și evoluție, pentru a putea dovedi de ce, în general, galaxiile au formă de spirală. Probabil că este relevant de amintit că în fizica cuantică există conceptul de „fluctuație cuantică” sau „fluctuație a vidului”, care apare spontan și care încalcă legea conservării energiei.

În schimb, cele mai multe școli de gândire economică au renunțat la ordinea spontană și la evoluție ca instrumente principale de a studia economia, pentru a împrumuta metode cauzale unidirecționale din fizică. Utilizarea acestor metode combinată cu înțelegerea greșită că societatea a progresat datorită rațiunii și cunoașterii pe care o posedă liderii intelectuali, care știu ce este mai bine pentru societate, și nu datorită evoluției culturale care a produs o tradiție a regulilor de conduită, plasată între intuiție

și rațiune (Hayek, 1988), a dat naștere unor metode cantitative inadecvate și constituie probabil cauza principală a limitelor din științele economice. Aceasta este trădarea la care m-am referit la începutul acestei secțiuni și pe baza căreia se poate propovădui reducerea liberalismului economic.

## 4. Aroganța elitelor (pretins) omnisciente

Nimeni nu neagă rolul rațiunii și acțiunii umane în progresul societății. Ceea ce este mereu discutat este ce fel de rațiune ghidează acțiunea umană spre rezultatele bune din societate, care nu sunt rod al proiectării umane. Pentru Biserică, cel puțin în viziunea lui Vico Giambattista, societatea („lumea națiunilor”) este rodul acțiunii umane, care este ghidată de Providență, „întotdeauna superioară scopurilor particulare pe care oamenii și le-au stabilit pentru ei înșiși” (*apud* Craig Smith, 2003). Pentru Adam Smith, este vorba de mâna invizibilă, de ordinea pieței. Pentru Hayek este vorba despre „cooperarea spontană dintre oameni liberi” și de faptul că datele (faptele) oferite de natură nu sunt similare cu datele oferite de societate și, din acest motiv, nu se poate descoperi același tip de legi și în natură și în societate. Pentru istoriciști, care nu fac această din urmă distincție, este rațiunea unor intelectuali.

Chiar mai mult decât negarea conceptului de voință liberă (*free will*), historicismul a stimulat încrederea că omul poate detecta legile istoriei cu metode din fizică și că poate utiliza aceste legi pentru a proiecta un viitor mai bun pentru societate, adică planificarea centralizată. Ea a creat un rol pentru experți în planificare și în politici economice. Keynes spera că economia națională va ajunge să fie condusă de specialiști care vor activa în instituții ale statului. Numai că, așa cum a arătat Hayek, există un fapt care este greu de explicat: de ce, atunci când este planificată, economia nu reușește să atingă obiectivele, în timp ce atunci când este descentralizată, fiecare acționând cu cunoașterea limitată de care dispune, economia atinge „o stare a afacerilor” ca și când ar fi condusă în mod deliberat spre acel rezultat de cineva care ar poseda, ceea ce este imposibil, „cunoașterea combinată a tuturor acestor indivizi” (Hayek).

Răspunsul dat de Hayek, preluat de la Menger dar fundamentat prin prisma diviziunii cunoașterii, este acela că economia în ansamblul ei nu este un proiect uman (al tuturor sau al unor elite), ci constituie rezultatul neintenționat al acțiunilor umane individuale (adică este ordine spontană), ghidate de scopuri individuale și de mijloace disponibile. Economia națională nu este economie în același fel în care este economie o gospodărie sau o firmă, care pot fi planificate în raport cu scopuri foarte clare, ci înseamnă ordine spontană (adică ordinea pieței), adică este interacțiunea dintre toate aceste „economii” libere. Economia națională este ordinea pieței. Fiecare entitate cunoaște „circumstanțele particulare de timp și spațiu” ale acțiunilor (producție, schimb etc.) în care se angajează și „le poate utiliza prompt” (Hayek, 1948, p. 84) numai

dacă este liberă, adică dacă trebuie să respecte doar „regulile de justă conduită de aplicabilitate generală” sau altfel spus „reguli de justă conduită independente de scop” (*purpose-independent rules of just conduct*, Hayek, vol. 1, 1993, p. 142).

O dimensiune a trădării elitelor intelectuale față de libertate, rațiune și toleranță poate fi înțeleasă, astfel, din perspectiva cunoașterii pe care elitele o pot avea referitor la societate și la „legile inexorabile”. Pentru Hayek, lumea este caracterizată de schimbări, așa cum presupune și Marx, dar este în același timp caracterizată de incertitudine și de ignoranță. Mai mult, ignoranța noastră este necesară și, în același timp, constituie fundația a libertății.

Considerând „varietatea nelimitată a talentelor și calificărilor umane” existente în societate apare ca necesară „ignoranța fiecărui individ referitor la cea mai mare parte din ceea ce este cunoscut tuturor celorlalți membri ai societății luați la un loc” (Hayek, 1948, p. 15), care este baza diviziunii cunoașterii în societate. Libertatea individuală de a ne utiliza aceste talente și calificări, și implicit orice libertate, „se sprijină pe recunoașterea inevitabilei noastre ignoranțe, a tuturor, privind foarte mulți dintre factorii de care depinde realizarea scopurilor noastre și a bunăstării noastre” (Hayek, 2011, p. 80, sublinierea mea).

Cunoașterea din societate este dispersată, astfel că o persoană sau o elită intelectuală posedă doar o mică parte din această cunoaștere, adică poate cunoaște doar o mică parte dintre factorii de care depind scopurile și bunăstarea; de aceea, este imposibil să planificăm și să controlăm schimbările din societate. Societatea poate dispune de mai multă cunoaștere pentru că diversele fragmente de cunoaștere sunt combinate atunci când, indiferent de motiv (altruist sau nu), oamenii acționează, ceea ce conduce la o ordine a pieței, o ordine spontană.

Invocarea cunoașterii de către elite este un atac la libertate, la rațiune și la toleranță, din moment ce rațiunea nu poate fi menținută decât cu toleranță față de alte perspective și față de alte libertăți. De câte ori atrag atenția asupra acestui aspect, reamintind că economia în ansamblu este ordine spontană, mă confrunt cu critici din care înțeleg că cei ce le fac nu au o înțelegere profundă a ceea ce înseamnă ordine spontană. Îmi dau seama de acest fapt deoarece, din comentariile lor, realizez că, pentru ei, ordinea spontană este un fel de junglă, unde nu operează niciun principiu. Afirmăției că libertatea individuală este ghidată de „reguli de justă conduită de aplicabilitate generală” (Hayek, vol. 1, 1993, p. 141) i se opune, prin confuzie, fie ideea că unii au comportamente frauduloase, fie că se neglijează „justiția socială”, numită și „justiție distributivă”. Aici ar trebui reamintit că în numele justiției sociale regulile de conduită generală independente de scop au fost transformate treptat în *purpose dependent rules*, printr-un proces de socializare. În viziunea lui Hayek, acest proces a mers suficient de departe în multe țări occidentale pentru a „distrage atributul caracteristic al regulilor universale de conduită, egalitatea tuturor în fața aceluiași legi” (*op. cit.*, vol. 1, p. 142) și pentru a abandona principiul că „într-o societate liberă, coerciția este permisibilă doar pentru a asigura obediința față de regulile universale de justă conduită” (*op. cit.*, vol. 1, p. 141). Odată ce înțeleg aceste argumente, mulți oameni își dau seama că exact căutarea justiției sociale i-a făcut să se afle, poate, în cine știe ce grup favorizat sau discriminat și nu funcționarea normală a piețelor.

Totuși, în ciuda acestor argumente, pentru elita progresistă, a te referi la ordinea spontană ca sursă a beneficiilor din societate este echivalent cu a fi iresponsabil și a nega rațiunea.

Nu au dreptate. Ordinea spontană nu neagă capacitatea omului de a fi rațional, ci doar credința exagerată că se pot aplica metodele din fizică în economia națională (adică în relațiile dintre entități economice) pentru a planifica și controla schimbările sociale și economice. Foarte mulți oameni cred că predicția și controlul pe care omul le poate exercita în diverse industrii utilizând legile din științele fizicii pot fi dobândite și în societate, dacă se utilizează aceleași metode ca în științele fizicii. Dar exact asta este ipoteza greșită.

## 5. Chiar știm să stabilim ținte?

Revin la obiectivele sau țintele stabilite pentru societate de diverse organizații, conferințe, acorduri globale etc. În principiu, se stabilesc ținte de atins referitoare, de exemplu, la reducerea inegalității. Dar, într-un proces spontan (și evolutiv) cum este economia în ansamblul ei, exact stabilirea acestor obiective este un nonsens, căci, prin resursele pe care le deviază de la diverse utilizări particulare, împiedică utilizarea eficientă și promptă a cunoașterii circumstanțelor particulare de care dispune fiecare. Exact din acest motiv, stabilirea de obiective și elaborarea de planuri pentru atingerea acestor obiective „ale societății” sunt în același timp frână în calea atingerii obiectivelor și a ordinii spontane care produce rezultate durabile, care nu sunt rod al proiectării umane: proprietatea privată, limbajul, sistemul prețurilor, banii, sistemul rezervelor fracționare pe care se bazează băncile etc.

### Reducerea inegalității

Cu toate acestea, în ciuda evidențelor, atitudinea economiștilor pare să se schimbe exact în direcția opusă. Începând de pe la mijlocul anilor 1980 și până înainte de criza din 2008, exista un anumit consens conform căruia inegalitatea economică era mai degrabă rodul intervențiilor guvernamentale, al stimulării inadecvate a muncii și al unor rigidități pe piața muncii. În consecință, soluțiile propuse pentru reducerea inegalității se refereau la dereglementarea pieței muncii și la reducerea cheltuielilor sociale, astfel încât să se înlăture obstacolele care încetineau creșterea veniturilor relativ mici.

Acea etapă a apus. În prezent, discuțiile despre reducerea inegalității pornesc de la ideea că dereglementările și reducerea unor programe sociale au constituit cauze foarte importante ale inegalității economice. De exemplu, Blanchard și Rodrik (ed., 2021), afirmă că „A combination of forces since the 1980s – globalization, new technologies, and institutional changes (orientate spre o mai mare libertate a pieței – *n.a.*) – have generated strong centrifugal effects in advanced economies, deepening existing divisions and creating new ones. Groups with the assets, skills, talents, and

(sometimes) political connections needed to take advantage of these changes have benefited handsomely from the economic opportunities that were created. For many others, however, the same underlying trends have weakened employment prospects, suppressed incomes, and heightened economic insecurity<sup>1</sup> ... [R]eacting to this evidence, we organized a major conference on inequality at the Peterson Institute for International Economics in October 2019. The conference focused on the tools that policymakers already have or could have to combat inequality ... we need the government to play a more forceful direct role in closing gaps in living standards”.

Acest discurs este istoricist: fără reglementări dedicate unor grupuri particulare, ci doar ghidată de reguli cu aplicabilitate generală (adică pentru toți), piața duce la adâncirea inegalității economice. Pentru că *știm* destinația istorică la care duc legile pieței (adâncirea inegalității), reducerea inegalității se califică din nou pentru a fi o *șintă* directă pentru politici *proiectate* de experți din administrație și din mediul academic, implementate de guverne. Keynes (1936, p. 332) credea că „there is social and psychological justification for significant inequalities of incomes and wealth, but not for such large disparities as exist to-day. There are valuable human activities which require the motive of money-making and the environment of private wealth-ownership for their full fruition. Moreover, dangerous human proclivities can be canalised into comparatively harmless channels by the existence of opportunities for money-making and private wealth ...”. În contrast cu Keynes, pentru experții care au participat la conferința citată, nu numai că o inegalitate semnificativă nu este necesar utilă, dar „... the implicit assumption in many of the presentations was that inequality is restraining economic growth by reducing economic opportunities for the lower and middle classes and fostering (or reflecting) monopolistic rents for the very wealthy.” Mai mult, „There was not much discussion of an equity versus efficiency trade-off (i.e., a trade-off between income equality and economic performance)”, astfel că „There was widespread agreement that policies should focus on more than poverty reduction.” Cu alte cuvinte, discutarea eficienței economice, factor de bază al creșterii producției (singura bază pentru reducerea sărăciei și inegalității), a fost în mare măsură neglijată.

O concluzie a conferinței, sumarizată de Blanchard și Rodrik (2021) în introducere este aceea că pentru a reduce inegalitatea, politicile ar trebui să fie atât dintre cele deja testate, cât și cele încă netestate, căci doar ele ar fi „fundamental inovative”. În plus, politicile ar trebui să vizeze preproducția (educația, sănătatea, accesul la finanțare), producția, prin politici industriale (salariu minim, subvenții pentru investiții și R&D, tratate comerciale, garantarea locurilor de muncă, politici de influențare a direcției schimbărilor tehnologice etc.) și postproducția prin redistribuirea veniturilor și a avuției (impozite progresive, impozite pe avere, impozite negative pe venit, bonuri ieftine pentru mâncare (*food stamps*) etc.).

În viziunea participanților la acea mare conferință din 2019, care cu siguranță are un ecou puternic în rândul guvernelor, toate aceste măsuri mobilizate pentru a atinge ținte referitoare la egalitate ar trebui să fieacompaniate de o creștere a impozitelor

<sup>1</sup> Perioada criticată este exact acea perioadă la care m-am referit mai sus afirmând că „începând cu a doua jumătate a anilor 1980 și până în 2008, economiile capitaliste au favorizat o creștere, ce e drept, firavă, a libertății piețelor”.

(„There was broad agreement that taxes (at least in the United States) have to rise”) și ar adresa toate nivelurile scării veniturilor: cea de jos, cea din mijloc și cea de la vârf. Este important să notăm că Blanchard și Rodrik (2021) își exprimă speranța că economiștii „vor fi în avangarda (*vanguard*) acestor reforme mai degrabă decât să joace rolul obișnuit al negativistului („nu ne putem permite”, „nu avem suficiente fapte”, „stimulentele vor fi distruse” și așa mai departe).”

Evident, la o primă analiză, toate aceste politici au nevoie și în același timp ar trebui să ducă la creșterea ponderii veniturilor în PIB, care ar putea fi utilizate pentru a reduce inegalitatea. Numai că, așa cum au arătat o serie de studii, nu se poate spune cu certitudine care este relația dintre democrație, redistribuire și inegalitate. O prezentare a literaturii dedicate acestei probleme se regăsește în Acemoglu *et al.* (2015). Astfel, unele studii au găsit o corelație negativă între democrație și reducerea inegalității, în timp ce altele au găsit o corelație pozitivă.

Un fapt însă nu poate fi negat: ponderea veniturilor bugetare, în țările democratice a crescut după al Doilea Război Mondial, în unele state atingând aproape 50 la sută din PIB. Mai mult, ponderea cheltuielilor sociale a crescut mult mai repede decât producția începând cu anii 1960, ajungând în prezent să reprezinte 15-20 la sută din PIB. În fine, dacă ținem cont de datele prezentate la conferința pe care am citat-o mai sus, inegalitatea a crescut începând din anii 1980.

Acestea sunt date suficiente pentru a afirma că expandarea guvernelor nu garantează reducerea inegalității economice în democrație. Totuși, pentru a introduce mai multă rigoare, menționez câteva concluzii prezentate într-unul dintre cele mai recente studii realizat de Acemoglu *et al.* (2015, pp. 1888-1990) pe baze empirice: (i) „First, we find a robust and quantitatively large positive effect of democracy on tax revenue as a percentage of GDP (and also on total government revenues as a percentage of GDP)”; (ii) „... however, we find a much more limited effect of democracy on inequality”; (iii) We further find that democracy tends to increase inequality and taxation when the middle class is less prosperous relative to the poor. These correlations are consistent with Director’s law, which suggests that democracy often empowers the middle class to redistribute from the rest of society to itself”<sup>2</sup>.

Acemoglu *et al.* (2015) nu fac referire la conexiunea dintre democrație și liberalism. Dar, așa cum am argumentat mai sus, fără reglementarea liberală a piețelor cu reguli generale, nu cu reguli ținând să ofere anumite avantaje sau protecție economică și socială unor grupuri, cu excepția celor cu adevărat sărace, democrația pierde capacitatea de a genera prosperitate. La limită, ea poate pierde toate libertățile, devenind o societate socialistă. În interpretarea mea, pentru a face o legătură între democrație și liberalism, putem spune că atunci când clasa de mijloc sprijină libertatea piețelor, ea devine mai bogată relativ la cei săraci și mai aproape de clasa avută. Atunci, inegalitatea se reduce concomitent cu reducerea ponderii veniturilor în PIB.

<sup>2</sup> Denumirea îi aparține lui George Stigler: „Almost a decade ago Aaron Director proposed a law of public expenditures: Public expenditures are made for the primary benefit of the middle classes, and financed with taxes which are borne in considerable part by the poor and rich” (vezi Stigler, 1970).

Închei această referire la țintele privind egalitatea sau reducerea inegalităților cu o mențiune la România. Din moment ce o clasă de mijloc relativ săracă tinde să crească concomitent impozitele și inegalitatea economică, trebuie să fim precauți atunci când auzim în societate voci care susțin că trebuie să avem ca țintă creșterea ponderii veniturilor bugetare în PIB la 38 la sută, cât este media din Uniunea Europeană. Dacă această creștere se va realiza prin mai buna colectare a impozitelor, atunci este salutară din perspectiva conformării. Dar dacă această creștere se va realiza prin rate de impozitare mai mari, atunci este aproape sigur că această acțiune nu va determina reducerea inegalității economice.

## Clima

Am arătat deja în introducere considerentele pentru care stabilirea unei ținte referitoare la controlul climei ar fi eronată. Totuși, vreau să mă refer aici explicit la stabilirea, prin Acordul de la Paris, a obiectivului de a păstra creșterea temperaturii medii la 2 grade Celsius sub nivelul preindustrial și de a realiza eforturi pentru „a limita creșterea temperaturii la 1,5 grade Celsius peste nivelurile preindustriale”. Acest obiectiv, împreună cu creșterea abilității de adaptare la schimbările climatice și cu orientarea fluxurilor financiare în concordanță cu o cale de a reduce emisiile de gaze cu efect de seră ar trebui să „întărească răspunsul global la amenințarea schimbărilor de climă, în contextul dezvoltării sustenabile și al eforturilor de eradicare a sărăciei”.

Acordul de la Paris exemplifică foarte bine cum o componentă a mediului înconjurător oferită de natură este adusă în sprijinul unui obiectiv social, și anume eradicarea sărăciei. Să admitem, de dragul exercițiului, că activitatea umană influențează semnificativ clima și că acea țintă poate fi atinsă în orizontul de timp prevăzut în Acord. Dar cu ce costuri? Se poate eradica sărăcia atunci când eradicarea sărăciei este proiectată de o elită? Și în ce măsură acest din urmă obiectiv este compatibil cu închiderea industriilor presupuse a influența semnificativ clima? Această din urmă întrebare este cu atât mai relevantă cu cât, așa cum spune Koonin (2021), fiind foarte mult în spiritul celor discutate aici în legătură cu evoluția, „știința este insuficientă pentru a face proiecții utile despre cum se va schimba clima în deceniile ce vor veni, și mult mai puțin despre ce efecte vor avea asupra ei acțiunile noastre” (p. 4).

În fine, ar trebui să menționez, fără a intra în detalii, și că unele studii afirmă că există o legătură puternic pozitivă între egalitatea economică și biodiversitatea planetei, atât în interiorul țărilor, cât și între țări (vezi o listă bibliografică și o evaluare a literaturii pe <http://regardssurlaterre.com/en/economic-equality-condition-biodiversity-conservation>). Cu alte cuvinte, cu cât este mai mare egalitatea economică, cu atât este mai bine prezervată biodiversitatea. Totuși, ar trebui să exercităm multă precauție în preluarea în deciziile noastre a unor astfel de rezultate care sunt obținute pe baza unor date care, atât referitor la biodiversitate, cât și la inegalitate, cel puțin în actualul stadiu de dezvoltare, nu prezintă suficientă încredere.



## Inflația

În încheiere, pentru a nu fi acuzați că vedem doar paiul din ochiul altora, este necesar să ne referim și la stabilirea de către băncile centrale sau de către guverne a unei ținte privind inflația. Stabilirea unei ținte de inflație prea ambițioase și eliminarea rapidă a devierilor de la țintă pot fi foarte costisitoare. La început, poate și din considerente referitoare la nevoia de construire a credibilității noilor politici monetare de țintire a inflației, foarte mulți teoreticieni au lucrat cu ținte foarte ambițioase și, mai ales, cu o intransigență înaltă față de devierile de la țintă, mai ales când inflația era relativ înaltă. În schimb, ca profesie, bancherii centrali, sau ceea ce se numește *central banking*, au învățat că trebuie să se întoarcă la țintă netezind schimbările în ratele dobânzilor, nu bruscându-le.

Pe de altă parte, inflațiile medii (înțeleasă aici ca inflație agregată, opus al inflației prețurilor relative, nu ca opus al inflației agregate de la sfârșitul anului) pe care le țintesc băncile centrale ascund multe procese complicate, cu schimbări importante ale prețurilor relative și cu consecințe greu sau imposibil de anticipat pentru alocarea resurselor. Lăsat liber, în fiecare perioadă, sistemul spontan al prețurilor produce o inflație medie (agregată) cu o anumită structură a prețurilor relative. Acest sistem de prețuri coordonează acțiunile individuale. Pentru a face acest lucru ele sunt mereu „incorecte” (termenul este preluat de la Barry, 1982) în raport cu echilibrul, în sensul că nu reflectă un echilibru care constă în descoperirea tuturor faptelor și a tuturor oportunităților ca urmare a unui proces de competiție perfectă care s-a încheiat cu acest rezultat al echilibrului.

Dimpotrivă, competiția nu se încheie niciodată, rămânând noi fapte și oportunități de descoperit, astfel că prețurile rămân „incorecte” pentru a transmite informațiile celor care au cunoașterea necesară să recunoască noile fapte și oportunități. În consecință, inflația medie (agregată) de care are nevoie un sistem în care concurența este un proces continuu de descoperire este întotdeauna cunoscută *ex post*. Acea inflație poate fi mai mare sau mai mică în anumite perioade. Tot ce trebuie să facă o bancă centrală este să reușească să nu interfereze cu alocarea eficientă a resurselor.

Au reușit băncile centrale din această perspectivă? Înainte de 2008, foarte mulți ar fi răspuns afirmativ, menționând că politicile monetare au asigurat stabilitatea prețurilor la nivel agregat, considerând că stabilitatea prețurilor este echivalentă cu echilibrul, în care piața asigură coordonarea alocării resurselor. O veche perspectivă referitoare la eșecul de coordonare părea să capete o validare. Această perspectivă formulată în perioada interbelică de școala monetaristă și de cea austriacă argumenta că funcționarea defectuoasă a sistemului monetar, și nu vreo caracteristică intrinsecă a ordinii pieței, este principala cauză a eșecului de coordonare. În consecință, este nevoie de măsuri monetare adecvate pentru a evita eșecul de coordonare. În mod particular, argumentul monetarist, devenit ulterior un argument central neokeynesist, era acela că asigurarea stabilității prețurilor era suficientă pentru ca piața să asigure coordonarea alocării eficiente a resurselor.

Experiența din cele trei decenii anterioare crizei din 2008 părea să confirme că politica monetară reușise să găsească acele măsuri adecvate. Este însă probabil mai înțelept



să admitem doar că țintirea inflației, apărută la începutul anilor 1990, a fost cea mai reușită strategie de politică monetară adoptată de la Primul Război Mondial încoace pentru stabilizarea prețurilor. După 2008, experiența pare să arate că o politică monetară adecvată ar putea să însemne altceva. Argumentul „austriac” din perioada interbelică a fost acela că stabilitatea indicelui general al prețurilor (un agregat) nu poate asigura stabilitatea prețurilor relative, astfel că inflația medie (agregată) stabilă poate fi acompaniată de distorsiuni majore în alocarea resurselor. Aceasta înseamnă că, stabilind mereu cu succes rata dobânzii la nivelul natural, sistemul bancar în întregul său ar putea să asigure neutralitatea banilor relativ la nivelul general al prețurilor și față de prețurile relative, adică față de bunuri. Dar nu înseamnă că stabilitatea indicelui general al prețurilor reflectă în mod necesar egalitatea dintre rata de piață și rata naturală a dobânzii. Când economia este la potențial sau peste, discrepanțele dintre aceste din urmă rate generează economisiri forțate și, astfel, modificarea prețurilor relative, ceea ce face ca banii să nu fie neutri față de bunuri. Probabil că insuccesul în a asigura neutralitatea banilor față de valoarea bunurilor explică, în termen profunzi, criza din 2008. Chiar dacă inflația a rămas joasă și stabilă, banii nu au fost neutri față de prețurile relative, adică față de bunuri. Criza din 2008 a fost explicată în general prin efecte, nu prin cauze profunde. Securitizarea frenetică din anii 2000 pe piața de *mortgage*, considerată unul dintre factorii-cheie care au dus la criza din 2008, a fost probabil în bună măsură efectul unei distorsiuni în prețurile viitoare ale bunurilor de consum relativ la prețurile prezente și în prețurile bunurilor de capital referitor la bunurile de consum.

După criza din 2008, tot mai mulți teoreticieni s-au convins că sarcinile prea ambițioase (a se citi „rod al proiectării umane”) sunt costisitoare. O țintă de inflație atinsă de țările dezvoltate pentru o îndelungată perioadă înainte de 2008 s-a dovedit prea joasă odată ce distorsiunile acumulate în alocarea resurselor a dus la Marea Recesiune și a făcut dificilă creșterea anticipațiilor inflaționiste și revenirea ratelor nominale ale dobânzilor la nivelurile cu care societatea este obișnuită să opereze. Exact acest context este exploatat de politicieni pentru a submina independența băncilor centrale prin introducerea concomitentă de *ținte de inflație mai laxe* și de *obiective secundare*, în potențial conflict chiar cu ținta de inflație pe care ar putea să o accepte. Cu cât sunt mai multe obiective în sarcina băncii centrale cu atât mai mult crește șansa ca independența băncii să se erodeze. Așa s-a întâmplat în anii 1930; de atunci au fost stabilite ținte fie pentru prețuri, fie pentru ocupare, fie pentru ambele.

Cred că există o altă lecție, mai importantă, dar pe care societatea de astăzi nu numai că nu este pregătită să o accepte, dar este chiar pregătită să o respingă orbește, pe baze ideologice. Ar trebui să reflectăm mai mult la faptul că înainte de a-și propune să aibă obiective referitoare la inflație și producție, introducând cine știe ce distorsiuni neintenționate în încercarea de a atinge ținte „dorite”, bancherii centrali ajunseseră în mod spontan la practica de a utiliza politica monetară exclusiv pentru a asigura stabilitatea ratelor de schimb în raport cu aurul în condiții de mobilitate deplină a capitalurilor. Prin ordine spontană, băncile centrale au înțeles că trebuie să aibă un obiectiv extern, comun tuturor țărilor, fără a avea obiective interne specifice referitoare la inflație sau ocupare. În perioada 1873-1913, etalonul-aur a asigurat stabilitatea pe termen lung a prețurilor de consum, a ratelor reale și nominale ale dobânzilor și o relativă stabilitate financiară, fără ca aceste obiective să fie stabilite ca ținte.

Prețuri și producție:  
va fi din nou stagflație  
ca în anii 1970?\*

---

\* Articol publicat pe 22 noiembrie 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„... technically there is no problem in stopping inflation. If the monetary authorities really want to and are prepared to accept the consequences, they can always do so practically overnight. They fully control the base of the pyramid of credit, and a credible announcement that they will not increase the quantity of bank notes in circulation and bank deposits, and, if necessary, even decrease them, will do the trick. About this there is no doubt among economists. What I am concerned about is not the technical but the political possibilities.“

Friedrich von Hayek, „Can We Still Avoid Inflation?“

Creșterile prețului la gaze și ale inflației din ultima perioadă reamintesc de unele evoluții din anii 1970. Atunci, reducerea ofertei de petrol impusă de OPEC în 1973 și Revoluția din Iran din februarie 1979 au fost urmate de creșteri ale prețurilor petrolului ce s-au reflectat concomitent în scăderea producției și în creșterea inflației. Pentru prima dată într-o lungă perioadă de timp, inflația și ratele șomajului creșteau în același timp. Fenomenul a fost botezat stagflație.

Va face creșterea din prezent a prețului la gaze să avem din nou stagflație? Și cum ar trebui să procedăm de data aceasta? Experiența acelor ani ne oferă două lecții importante referitoare la eliminarea barierelor în calea ofertei și la acțiunea împotriva inflației. Ambele lecții par să fi fost uitate și, dacă nu mă înșel, nu cred că se mai ține minte că este nevoie de multă determinare și curaj pentru a fi aplicate.

## 1. Eliminarea restricțiilor din calea ofertei

Una dintre lecții este, așadar, aceea că trebuie să acordăm o mai mare atenție ofertei, dacă vrem să înțelegem mai bine ciclul economic. În anii 1980 această lecție fusese învățată și ghida deja politicile (macro)economice. În prezent, chiar dacă nu a fost uitată, fiind formal preluată în modelele nekeynesiste care informează practica politicii monetare, ea nu joacă un rol central în formularea mix-urilor de politici economice. Mai mult, viziunea că Marea Recesiune ce a apărut după criza din 2008 a fost cauzată de o problemă pe partea cererii, a făcut ca atenția să fie și mai mult concentrată pe politicile de stimulare a cererii. În domeniul politicii monetare s-a trecut la relaxări cantitative și alte măsuri neconvenționale de stimulare a cererii. Aceste măsuri, văzute ca strict necesare, au avut și consecința că au permis amânarea unor reforme care să stimuleze oferta. După aproape un deceniu în care aceste politici nu au reușit să stimuleze anticipațiile inflaționiste în țările dezvoltate, concomitent cu anumite evoluții pe parte ofertei, generate fie de creșteri de prețuri la gaze, fie de pandemia prelungită, inflația a început să crească.

Chiar dacă oferta a apărut în discursurile politicianilor și decidenților de politici economice, mai degrabă ca un aspect tranzitoriu din unele sectoare care provoacă probleme inflației, aceasta nu înseamnă că oferta va recâștiga imediat un rol central (o atenție sporită) în politicile macroeconomice, după modelul „supply-side economics” dezvoltat în SUA în anii 1980. Totuși, într-un articol recent, sugestiv intitulat „The Revenge of Supply” (Project Syndicate, octombrie 2021), John Cochrane de la Hoover Institution at Stanford University spune că scăderile recente ale ofertei ar trebui să schimbe ideile.

## 1.1. PERIOADA 1960-1990 – IDEILE SE SCHIMBĂ ÎN FAVOAREA OFERTEI, FAPTELE LE CONFIRMĂ

Într-adevăr, schimbarea ideilor care predomină în elaborarea politicilor este importantă și este în strânsă legătură cu faptele. Experiența anilor 1980 ne arată că revenirea interesului pentru rolul ofertei agregate în ciclul de afaceri a fost treptată și a reflectat în practica politicilor (macro)economice existența a doi factori favorizanți. Este vorba, pe de o parte, de revenirea puternică a neoclasicismului în lupta de idei<sup>1</sup>, iar pe de altă parte, de evoluțiile economice, și anume contextul stagflației din anii 1970, care au venit la timp pentru a favoriza o explicație de tip clasic, bazată pe șocuri în ofertă. A fost o combinație perfectă între idei și fapte, a cărei analiză ne poate ajuta în prezent.

La atingerea momentului de glorie al preocupării decidenților față de procesele ce au loc pe partea ofertei din anii 1980 o primă contribuție a venit de la monetarism în anii 1960. El a subliniat rolul ratei naturale (neinfluențată de factori monetari) a șomajului și, implicit, al unei rate naturale a producției și a arătat că politica monetară care încearcă să ducă producția peste nivelul natural prin stimularea monetară a cererii nu obține decât inflație mai mare. Cu alte cuvinte, banii pot ajuta producția pe termen scurt, date fiind anticipațiile adaptive ale agenților economici, dar sunt neutri pe termen lung față de ciclul de afaceri. Următoarea contribuție a venit de la teoria anticipațiilor raționale, care a extins suplimentar față de monetarism spațiul pentru neutralitatea banilor față de variabilele reale. Astfel, dacă agenții economici răspund rațional (au comportamente optimizante și răspund cu prognoze optimale) la variațiile în cererea agregată, atunci doar politicile neanticipate (ceea ce înseamnă că agenții au informații imperfecte) de stimulare a cererii pot produce efecte pe termen scurt asupra producției, rămânând neutri pe termen lung. În ambele explicații, inițierea ciclului de afaceri este dată de un șoc monetar. În fine, teoria ciclului real de afaceri a continuat până la capăt tendința de a da înapoi banilor neutralitatea față de variabilele reale, arătând că ciclul real de afaceri poate fi înțeles fără a face apel la cererea agregată (la variabile nominale).

În viziunea teoriei ciclului real de afaceri, agenții economici raționali au informații perfecte. Astfel, oferta poate fi influențată doar de factori reali, cum sunt forța de muncă, productivitatea și capitalul, care pot suferi șocuri venind de la schimbările ce apar în tehnologie, prețurile unor materii prime importante, reglementări, impozite și cheltuieli guvernamentale, demografie, geopolitică și natură. În consecință, variațiile nominale ale ratelor dobânzilor și cantității de bani sunt relevante doar pentru prețuri, dar sunt irelevante pentru producție și, implicit, pentru ciclul de afaceri. Indiferent câte critici poate suferi această concepție (vezi criticile prezentate în Snowdon și Vane, *op. cit.*), moștenirea ei de durată, și care este relevantă pentru discuția noastră,

<sup>1</sup> Vezi de exemplu o detaliată prezentare a evoluției acestor idei în Brian, Snowdon și Haward, R. Vane, *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar, 2005, pp. 163-344.

este aceea că atrage atenția asupra proceselor ce au loc pe partea ofertei, la care analiza centrată pe explicarea ciclului de afaceri din perspectiva cererii nu are acces<sup>2</sup>.

Totuși, în ciuda revenirii neoclasicismului, acea învățătură referitoare la ofertă nu a ajuns suficient în atenția publicului și a politicianilor până când aceștia nu au fost nevoiți să înțeleagă cum s-a ajuns la stagflație în anii 1970 și ce schimbări în politicile economice ar fi fost necesare pentru a reveni la ceea ce era acceptat ca normal. Teoriile keynesiste, monetariste și cele ale anticipațiilor raționale, disponibile la acea dată, se bazau pe șocurile în cererea agregată (variații nominale) pentru a explica ciclul de afaceri, astfel că nu au putut explica convingător stagflația. Nu existau nici șocuri neanticipate în cererea agregată, ca la monetarism (cu anticipații adaptive sau cu anticipații raționale cu informații imperfecte), nici o cădere a cererii din cauza unei prăbușiri subiective a anticipațiilor, ca la Keynes și, posibil, la keynesiști.

Într-un studiu dedicat explicării inflației în anii 1970, Alan Blinder arată că au existat trei tipuri de șocuri care au acționat în acea perioadă: cel de la petrol (energie), cel de la alimente (mai mare pentru inflație decât cel din energie în prima parte a anilor 1970) și cel de la suspendarea programului inițiat de președintele Nixon pentru a controla prețurile și salariile. Referindu-se la accelerarea inflației de la 3,4 la sută în 1972 la 12,2 la sută în 1974 și revenirea la 4,8 la sută în 1976, Blinder spune că „motivul pentru această performanță poate fi sumarizat în trei cuvinte, dintre care nici unul nu este „bani”: alimente, energie și ridicarea controalelor” și precizează că „aceasta nu înseamnă că managementul cererii agregate a fost irrelevant pentru inflație, ci că efectul său a fost minor comparativ cu șocul ofertei” (*The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s*, în Robert E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, The University of Chicago Press, 1982, pp. 261-282).

Teoria ciclului real de afaceri era mult mai bine poziționată să explice stagflația: creșterea abruptă a prețurilor petrolului (șocul) a suspendat o parte a stocului de capital, și anume pe cea intensivă în utilizarea petrolului, pentru că a făcut-o

<sup>2</sup> Cineva ar putea observa că în prezent avem modelele neokeynesiste, în care, de regulă, o recesiune începe printr-un șoc în cererea agregată, dar care, de asemenea, acceptă că șocuri în ofertă pot explica ciclul real de afaceri. Totuși, în acest din urmă caz, rămâne un rol important pentru cererea agregată în amplificarea ciclului de afaceri. Astfel, șocurile afectează atât nivelul pe termen lung și rata naturală ale producției, cât și cererea agregată. De exemplu, un șoc permanent în prețul gazelor naturale reduce stocul de capital utilizabil și producția pe termen lung, dar reduce și cererea agregată, dacă, de exemplu, salariile nominale sunt rigide sau dacă percepțiile referitoare la risc cresc, generând o adiție de economisiri din motive precauționare. Astfel, oferta agregată pe termen scurt poate să scadă mai mult decât scade oferta agregată pe termen lung. În final, este scăderea cererii agregate care determină în mare măsură ca producția curentă să scadă sub nivelul natural, explicând ciclul de afaceri. Concluzia teoriei neokeynesiste este aceea că indiferent de sursa șocurilor, răspunsul economiei și, astfel, ciclul de afaceri, depinde de fricțiunile care amplifică șocurile respective, oricare ar fi natura lor (vezi Snowden și Vane, *op. cit.*, pp. 396-401).

inutilizabilă economic. Șocul în stocul de capital a dus la scăderea producției<sup>3</sup>. Creșterea prețurilor petrolului s-a reflectat în creșterea prețurilor tuturor bunurilor în care intră ca materie primă, cât și prin intermediul energiei produse pe baza lui. Astfel, șocul petrolului a determinat, pentru o perioadă, atât scăderea producției, cât și creșterea inflației. Pe de altă parte, independent de șocurile pe partea ofertei, politicile de stimulare a cererii cu scopul realizării pe termen lung a unui compromis între inflație și ocuparea forței de muncă au produs în mod sistematic inflație pe partea cererii, astfel că în martie 1980 în SUA inflația anuală a atins 14,8 la sută, maximum înregistrat după anii 1940.

Evenimentele din anii 1970 au produs un fel de act reparator făcut de istorie pentru dislocarea explicației clasice de către explicația dată de Keynes Marii Depresii din anii 1929-1933. Evenimentele de atunci au făcut plauzibilă explicația dată de Keynes în *Teoria generală* în 1936, conform căreia prăbușirea ocupării a fost cauzată de un șoc în cererea agregată, nu de unul în ofertă, cum argumenta școala clasică<sup>4</sup>. Și atunci, ca și în anii 1970, a fost o combinație plauzibilă între idei și fapte, ceea ce nu însemna în mod necesar că explicația a fost corectă. Trebuie de asemenea să amintesc, fără a intra în detalii, că teoria lui Keynes a dislocat nu doar teoria clasică, ci și teoria austriacă, în special teoria hayekiană, a ciclului de afaceri. Teoria ciclului de afaceri a lui Hayek a fost la începutul anilor 1930 teoria principală care concura cu teoria ciclului de afaceri a lui Keynes prezentată mai ales în *A Treatise on Money* (MacMillan and Co.,

<sup>3</sup> Prin prisma explicației standard a teoriei ciclului real de afaceri, scăderea producției a însemnat mutarea curbei ofertei la stânga, indicând că la orice nivel de ocupare se producea mai puțin. Mai puțină producție înseamnă mai puțin venit. Gospodăriile au perceput probabil că șocul este de durată și au răspuns prin reducerea consumului. Dacă presupunem că gospodăriile ignoră (așa cum presupune ipoteza venitului permanent) că noi investiții vor avea loc mai târziu și stocul de capital va crește din nou, atunci reducerea consumului este similară celei a venitului (producției). Schimbarea în prețurile petrolului a scăzut productivitatea marginală a capitalului, astfel că planurile (intențiile) de investiții au fost diminuate (curba investițiilor s-a deplasat la stânga), însemnând că la orice nivel al ratelor dobânzii se investește mai puțin comparativ cu situația de dinainte de șoc. La vechea rată a dobânzii, care, să admitem, era în linie cu rata preferinței de timp, acum, după șoc, cererea ar fi mai mică decât oferta, deoarece consumul (parte a cererii) a scăzut proporțional cu producția și, în plus, au scăzut investițiile (parte a cererii). Astfel, echilibrul intertemporal cerere-oferă are loc la o rată a dobânzii mai scăzută decât rata preferinței de timp. Din acest motiv au loc alocări intertemporale între consum și economisiri și între muncă și timp liber. În plus, un stoc mai mic de capital apărut ca urmare a reducerii investițiilor se reflectă mai târziu în creșterea eficienței capitalului (produsul marginal al capitalului), care duce la noi investiții și la o creștere a stocului de capital, crescând oferta. Creșterea capitalului este urmată de scăderea (de data aceasta mai mică) a produsului marginal al capitalului, care din nou rezultă în reducerea investițiilor (de data aceasta mai mică), determinând o diminuare a stocului de capital urmată de o nouă creștere (mai mică) a eficienței investițiilor etc. Această combinație de ajustări are loc în timp, influențând atât oferta, cât și cererea, până când acestea se întâlnesc la o rată a dobânzii care prin mecanismul descris a crescut la nivelul ratei preferinței de timp, indicând că acum cererea și oferta sunt în echilibru stabil pe termen lung. (Pentru a explica efectele șocului negativ generat de prețurile petrolului am utilizat modelul ciclului real de afaceri în forma prezentată în Frode Brevik și Manfred Gärtner, „Teaching Real Business Cycles to Undergraduates”, *The Journal of Economic Education*, Vol. 38, No. 2 (Spring, 2007), pp. 229-247).

<sup>4</sup> Posibilitatea ca cererea agregată să influențeze variabilele reale apărea, în explicația lui Keynes, din cauza imperfecțiunii piețelor, care făceau prețurile și, mai ales, salariile relativ rigide, astfel că curba ofertei nu mai era o verticală, ca în teoria clasică, ci o dreaptă cu pantă pozitivă.

Limited, 1930). În lumina evoluției inflației din anii 1970<sup>5</sup>, teoria hayekiană a inflației și a ciclului de afaceri a trecut printr-un proces similar de redeșteptare a interesului pentru ea, acceptându-se larg ideea că inflația înaltă modifică prețurile relative și distorsionează alocarea resurselor.

Teoria lui Keynes era „revoluționară”, pentru că permitea intervenția guvernelor în repararea crizelor prin managementul cererii agregate. Modelul clasic (ca și teoria austriacă, dar din motive diferite – vezi nota de subsol 6) nu permitea această intervenție deoarece, în viziunea sa, rolul cererii agregate se rezumă doar la influența asupra prețurilor, nu și asupra ciclului de afaceri, care este condus de ofertă, care este, la rândul ei, influențată doar de factori reali, nu de factori nominali, aflați sub controlul guvernului și al băncii centrale (rata nominală a dobânzii, oferta nominală de bani etc.).

Evenimentele din anii 1970 au permis concentrarea atenției în interiorul administrațiilor din nou pe ceea ce se întâmplă în economie pe partea ofertei și asupra politicilor de stimulare a producției. În special doi lideri au înțeles importanța promovării unor politici de stimulare a muncii, a investițiilor în noi tehnologii și în educație și de limitare a intervențiilor guvernamentale în economie: Margaret Thatcher, care a devenit prim ministru al UK pe 4 mai 1979, și Ronald Reagan, care a devenit președintele SUA pe 20 ianuarie 1981. Ei au arătat forța pe care o au politicile de eliminare a barierelor din calea ofertei.

<sup>5</sup> Hayek a predat în anii 1930 la London School of Economics teoria sa a ciclului de afaceri, cunoscută publicului din *Prices and Production*, publicată prima dată în 1931. În același timp, exista teoria lui Keynes referitoare la influența cererii agregate asupra ocupării prezentă încă din *Treatise*, publicată în 1930. Cei doi economiști erau în acea perioadă, așa cum sugerează John Hicks în *Critical Essays in Monetary Theory* (1967), principalii competitori în domeniul pe care în prezent îl numim „macroeconomics”, după ce acest termen a fost folosit pentru prima dată în titlul unui articol de către Lawrence Klein în 1946 (vezi Olivier Blanchard, „What Do We Know about Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not?”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 4, (Nov., 2000), pp. 1375-1409). Între viziunile lui Hayek și ale lui Keynes există două diferențe majore. Prima și cea mai puțin importantă era aceea că Hayek „demolase”, după cum se exprimă chiar el în „Hayek on Hayek” (1994, p. 79), legătura dintre cererea agregată și ocupare într-un eseu intitulat „The «Paradox» of Saving”, publicat mai întâi în germană în 1929 și apoi, în *Economica*, în mai 1931, în engleză, traducerea fiind făcută de Nicholas Kaldor și Georg Tugendhat. Când *Treatise* a apărut în 1930, Hayek era pregătit să-l analizeze critic, și a făcut acest lucru publicând „Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes” în *Economica* nr. 33 și 35, în februarie 1931 și, respectiv, august 1932 („The Pure Theory of Money” era subtitlul primului volum din *Treatise*). Hayek considera că *Treatise* era mai bun decât *Teoria Generală*, dar că, în ansamblu, erau complementare (vezi „Hayek on Hayek”, 1994, p. 79). Cea de-a doua diferență este „more fundamental than the difference on this crucial point...really it would have to be discussion of the contrast between micro- and macrotheory” („Hayek on Hayek”, p. 79). Roger Garrison a descris foarte inspirat această diferență când a scris în „Hayek and Friedman: Head to Head” că, în teoria ciclului de afaceri a lui Hayek, „...how markets work to coordinate production decisions with consumer preferences is an exercise in price theory – i.e., in *microeconomics* (sublinierea mea). But it is foundational, in Hayek’s view, to any subsequent theorizing about macroeconomic issues of boom and bust.” (Garrison, *op. cit.*, p. 4). Keynes vedea relația dintre bani și prețuri exact ca în școala clasică, adică prin intermediul prețurilor agregate. Hayek vedea această legătură prin intermediul prețurilor relative. Publicarea *Teorie Generale* în 1936 a făcut ca teoria lui Hayek să fie de interes doar pentru „antitari” (Denis O’Brien, „Hayek in the History of Economic Thought”, în Roger Garrison și Norman Barry (eds.), *Eldgar Companion to Hayekian Economics*, Edward Elgar, 2014, p. 13). Inflația/stagflația din anii 1970 și publicarea de către John Hicks a două lucrări importante („Capital and Growth”, în 1965 și „Critical Essays in Monetary Theory”, în 1967) au stimulat renașterea interesului pentru abordările lui Hayek referitoare la inflație și ciclul de afaceri (vezi pentru detalii Denis O’Brien, *op. cit.*). În mod similar, după criza din 2008 a renăscut interesul pentru lucrarea lui Hicks intitulată „Critical Essays in Monetary Theory”.



## 1.2. DUPĂ DOUĂZECI DE ANI: FAPTELE CER CA IDEILE SĂ SE SCHIMBE ÎN FAVOAREA OFERTEI

În prezent, lecția referitoare la atenția pe care ar trebui să o acordăm ofertei dacă vrem să găsim soluții la rezolvarea problemelor cu care se confruntă economia mondială pare să fie cumva nerelevantă sau o amintire vagă pentru cei mai mulți decidenți de politică economică. Mai mult, ideologia dominantă a deviat atât de mult spre progresism încât politicile de stimulare a ofertei ce și-au găsit denumirile de Thatcherism și Reaganomics sunt denigrate *ab initio*.

În prezent, sistemul de impozite, bazat pe progresivitate, care în unele țări este chiar abruptă, și o serie de reglementări încorsetează oferta economiilor occidentale. Pentru a complica problemele și mai mult, unele dintre aceste reglementări nu numai că restricționează oferta, dar în același timp generează presiuni inflaționiste relativ mari în mod direct. Pentru a da doar un exemplu din multe altele, atât în SUA cât și în Europa astfel de reglementări sunt cele care reduc stimulentele pentru muncă și astfel reduc oferta agregată (impozitele pe venit scad oferta de muncă, iar impozitele progresive pe venit diminuează arbitrar ofertele în raport cu cererile de forță de muncă pe diferite clase de venituri).

În multe țări există deja sau tind să apară deficite de forță de muncă, ceea ce creează presiuni pentru creșterea salariilor și, subsecvent, a inflației. Numai că acest deficit de forță de muncă este în unele țări acompaniat de o creștere a numărului de oameni care nu caută de lucru. Rezultatul final pe care îl vedem este o tendință de scădere a ponderii populației ocupate în totalul populației în vârstă de muncă. De exemplu, în SUA, numărul celor care muncesc sau caută de lucru a scăzut de la un nivel stabil de 63 la sută din populația în vârstă de muncă la 61,5 la sută în urma pandemiei (Cochrane, 2021b). Acest rezultat este semnificativ influențat de faptul că în unele țări, între care România nu face excepție, există numeroase cazuri când oamenii primesc beneficii în perioada când nu au o slujbă ce întrec salariile pe care le-ar primi dacă ar reveni pe piața muncii. Toate acestea încetinesc creșterea economică și generează presiuni inflaționiste.

Pe acest fundal, ceea ce s-a întâmplat în anii 1970 cu oferta din cauza șocurilor din prețurile petrolului se poate repeta și în prezent din cauza prețului la gaze. Dacă, de exemplu, ținta referitoare la limitarea creșterii temperaturii medii la 1,5 grade Celsius, cât și orizontul de timp pentru atingerea acestei limite sunt prea ambițioase, așa cum pare să fie cazul, atunci ar putea apărea o succesiune de șocuri serioase în oferta de gaz.

Semnatarii Acordului de la Paris se vor îndrepta spre gaz ca spre o sursă intermediară de energie, până când sursele regenerabile vor fi suficiente să satisfacă cererea fără sincope. Creșterea prețurilor ce rezultă în acest proces va duce la scăderea ofertei agregate și la inflație. Problema se complică atunci când publicul evaluează prețul tranziției spre noi surse de energie în termenii inflației și ai pierderii de locuri de muncă. Dacă acest preț este prea mare, tranziția ar putea fi respinsă.

O soluție ar fi dacă, în acest timp, alți factori ar duce la creșterea ofertei. În timp ce unii factori care modifică oferta (prețurile resurselor importante, tehnologia, demografia) sunt în foarte mică măsură sub controlul guvernului, alții sunt chiar produși de guvern. De exemplu, impozitele înalte și progresive și reglementările stufoase încetinesc creșterea economică pentru că alterează stimulentele pentru muncă, investiții în noi tehnologii și educație.

Multe dintre aceste impozite și reglementări au fost însă concepute din perspectiva protecției sociale și exact din acest motiv ar fi greu de eliminat. Astfel, judecate prin prisma ofertei, se vede că obiectivul limitării creșterii temperaturii la 1,5 grade Celsius, menit să „întărească răspunsul global la amenințarea schimbărilor de climă, în contextul dezvoltării sustenabile și al eforturilor de eradicare a sărăciei” (Acordul de la Paris), nu este necesarmente compatibil cu alte reglementări care țintesc la o mai mare egalitate economică.

Mulți decidenți de politică monetară cred că inflația în creștere din zona euro și SUA reflectă unele probleme tranzitorii ale ofertei, dar totuși de naturi diferite: pe de o parte, sunt diverse întreruperi în lanțurile de producție, iar pe de altă parte sunt șocuri temporare în ofertă generate de revenirea puternică a cererii după o perioadă de abțineri de la consumul unor produse și servicii. Această abordare a problemei șocurilor în ofertă este însă făcută din perspectiva teoriilor care conferă rolul primordial în ciclul de afaceri cererii agregate<sup>6</sup>. Ea are ca scop să prevină o întărire prematură a politicii monetare, care nu ar putea decât să reducă cererea și, astfel, oferta.

Dar, dincolo de acest aspect, abordarea menționată este străină de esența lecției perene pe care o oferă experiența anilor 1970 și modelul ciclului real de afaceri, și anume că lupta băncii centrale împotriva inflației în timpul unei stagflații (o creștere economică joasă și o inflație relativ mare) poate fi ajutată semnificativ în special prin eliminarea chingilor pe care reglementările le pun ofertei. În ciuda acestei lecții, cel puțin în ultimul deceniu, politicile de încorsetare a ofertei au continuat, în timp ce băncile centrale au tipărit mai mult de 26 de trilioane de dolari în încercarea, până de curând nereușită, de a stimula cererea și anticipațiile inflaționiste. Acum, când inflația crește, un răspuns viguros al ofertei ar fi fost de folos.

<sup>6</sup> Aici este necesar să spun că în teoria clasică și a modelului ciclului real de afaceri, o economie liberă tinde să utilizeze deplin toate resursele de care dispune. Aceasta este valabil și pentru teoria hayekiană în general. Din acest motiv, ambele teorii recomandă neintervenția guvernelor în economie, nici măcar în momente de criză. Există, însă, o diferență majoră între ele din perspectiva care ne interesează aici. În ciclul real de afaceri, politica monetară nu are niciun rol asupra ofertei pentru că banii sunt neutri și pe termen lung și pe termen scurt. Abia atunci când politica monetară lasă inflația să ajungă la niveluri prea înalte pot apărea efecte asupra scăderii producției. În teoria ciclului de afaceri a lui Hayek, formulată în tinerețe, banii nu sunt neutri nici pe termen scurt, nici pe termen lung. Exact din acest motiv, ordinea din economie poate fi perturbată. Astfel, coordonarea resurselor pe care o asigură prețurile într-o economie liberă poate fi perturbată doar de două lucruri: controlul guvernului asupra banilor și regulile care distorsionează piața muncii (în anii 1970 privilegiile dobândite deja de sindicate). Controlul guvernului asupra banilor induce distorsiuni în prețurile relative care, din acest motiv, nu mai pot produce o ordine stabilă și nu mai pot asigura un compromis sustenabil între consum și investiții, astfel că producția se prăbușește. În teoria clasică, ciclul de afaceri este declanșat de un șoc pe partea ofertei, cum a fost și șocul petrolului. În teoria lui Hayek, șocul este dat de politica monetară, care dacă stabilește rata dobânzii sub rata preferinței de timp generează „economisiri forțate” dacă producția este deja la nivelul de echilibru. Astfel, politica monetară alterează compromisul care există în mod natural între consum și investiții, care, în teoria hayekiană a structurii capitalului, se pot mișca în direcții opuse atunci când rata dobânzii se modifică. Astfel, o creștere a ratei dobânzii la nivelul natural, după o perioadă în care a produs economisiri forțate, unele investiții nu mai pot fi finanțate și se prăbușesc (a se vedea și nota de subsol 10).

În retrospectivă putem spune că pe termen lung, șocurile în prețurile petrolului din anii 1970 au produs efecte pozitive. Au arătat pregnant societății și economiștilor importanța ofertei pentru evoluțiile economice, iar în planul acțiunilor concrete au determinat investiții pentru creșterea ofertei de petrol în Marea Nordului și în Alaska, cu consecința stabilizării prețurilor petrolului pentru aproape două decenii. Acea politică a simplificat mult sarcinile politicilor monetare referitoare la stabilizarea prețurilor. Rămâne de văzut dacă programul de trecere la o energie mai curată va putea fi evaluat, în retrospectivă, ca un factor care a încetinit oferta și a produs șocuri în inflație sau, dimpotrivă, ca declanșator al eliminării unor restricții puse de guverne în calea ofertei.

## 2. Un bancher central determinat și curajos

Cea de-a doua lecție pe care ne-o oferă experiența anilor 1970 este aceea că banca centrală trebuie să crească rata dobânzii atunci când se confruntă cu stagflație severă pe partea inflației.

Cineva ar putea spune că, în prezent, teoria politicii monetare este suficient de dezvoltată pentru a nu ajunge în situația descrisă. Este posibil, dar practica ne-a arătat de multe ori, cel mai recent cu ocazia crizei din 2008, că unele propoziții ale teoriei pot necesita revizuire, iar obiectivele politicii monetare pot fi în conflict între ele sau cu alte politici economice. Mergând mai departe, politica monetară poate primi invitații greu de refuzat de a se alinia la noi viziuni politice referitoare la rolul pe care ar putea să-l aibă în îndeplinirea unor obiective, cum ar fi reducerea încălzirii globale și creșterea egalității economice. Nu este exclus ca toate acestea să se combine și să ne trezim că am ajuns să fim în situația „ținerii unui tigru de coadă”, cum spune Hayek, pentru a arăta că atunci când inflația este prea mare, situația economică și socială se complică atât de mult încât devine periculos atât să continui, cât și să ieși din ea.

Suntem interesați în înțelegerea acestei lecții pentru a vedea în ce măsură ea ne poate informa în contextul actual al economiei globale, referitor la deciziile de politică monetară. Acest context, pe lângă încorsetarea ofertei prin reglementări, este caracterizat din perspectiva monetar-financiară de câteva caracteristici: inflația este peste nivelul țintit în multe țări; în țările dezvoltate, dobânzile nominale sunt foarte joase, virtual aproape de zero; bilanțurile băncilor centrale în aceste țări sunt la niveluri foarte înalte după un deceniu de relaxări cantitative, cu unele programe de relaxare încă în derulare; datoriile publice și private și prețurile activelor sunt relativ mari, făcând economia vulnerabilă la o creștere a ratelor dobânzilor etc. Toate aceste caracteristici ar putea fi greșit interpretate de public și de părțile lui cele mai înalt îndatorate, în favoarea ideii că o inflație mai mare ar putea fi de ajutor.

Ideea că o stagflație trebuie combătută prin întărirea politicii monetare poate părea dură, astfel că tot mai mulți oameni, inclusiv cei cu educație înaltă sau aparținând diverselor elite sau elitei conducătoare<sup>7</sup>, pot deveni adversari ai ideii. Astfel, în domeniul politic s-ar putea să apară oricând ideea evitării acestei soluții.

Dar, în domeniul economic, o stagflație cu inflație înaltă se va adânci și mai mult, pentru că, pe de o parte, inflația înaltă distorsionează prețurile relative și, prin acestea, alocarea resurselor, iar pe de altă parte, alimentează anticipațiile inflaționiste, autohrănindu-se.

De aceea, este necesar să amintim și câteva evoluții la nivel global referitoare chiar la politica monetară și la rolul ei în societatea capitalistă și să înțelegem pe bază de experiență unele argumente esențiale în virtutea cărora întărirea politicii monetare devine necesară în cazul în care societatea ajunge să se confrunte cu stagflație.

## 2.1. ARGUMENTE PENTRU A COMBATE STAGFLAȚIA PRIN ÎNTĂRIREA POLITICII MONETARE

Prima evoluție care trebuie menționată se referă la obiectivele politicii monetare. Societatea nu a dat de la început politicii monetare un obiectiv intern. Dimpotrivă, în sistemul monetar bazat pe aur, pe care societatea l-a generat fără ca sistemul să fie rodul unui proiect uman, politica monetară a avut o autonomie față de orice intervenție a guvernului. Ea avea rolul să reflecte în deciziile sale referitoare la nivelul nominal al ratelor dobânzii rezultatul unui număr virtual infinit de decizii private luate de fiecare persoană sau firmă referitoare la schimburile economice. Dacă în urma acestor decizii private balanța de plăți avea un deficit de cont curent, adică pierdea din cantitatea de aur care acoperea la o rată statutară moneda, atunci banca centrală era obligată să crească rata dobânzii pentru a reface rezerva de aur cel puțin la nivelul promis de acoperire a emisiunii monetare. Invers, dacă o țară avea surplus de cont curent și, în consecință de aur, atunci banca centrală reducea ratele dobânzilor și aurul migra spre țări cu rate ale dobânzilor mai mari.

În mecanismul descris, politica monetară viza stabilitatea externă a monedei, adică o variație foarte mică a monedelor între ele, în limita a ceea ce s-a numit „punctele aurului”. Dintr-o anumită perspectivă, standardul aur a fost o formă de angajament față de acțiuni viitoare ale guvernelor, adică un mecanism pentru a asigura compatibilitatea în timp între acțiunile de politică monetară cu scopul de a oferi o garanție că țările participante își păstrau competitivitatea în anumite limite, evitând divergențe majore. Pentru aceasta, ceea ce ne interesează să subliniem este că, în acest proces, băncile centrale din țările mai puțin competitive instituieră practica necesară de a crește ratele dobânzilor, inclusiv în timpul recesiunilor pe care le produceau din această necesitate impusă de evoluțiile din balanța de plăți, care erau

<sup>7</sup> Pentru conținutul conceptului „elită” la singular și la plural vezi Jacques Coenen-Huther, *Sociologia elitelor*, Editura Polirom, 2007, p. 13.

rodul virtual infinitelor decizii microeconomice private. Această practică de a crește ratele dobânzilor în circumstanțele descrise acționa ca o regulă ce permitea publicului să anticipeze deciziile referitoare la rata scontului.

A doua observație este aceea că, imediat după părăsirea standardului aur, societățile democratice au încercat să dea politicii monetare un rol în atingerea unor obiective interne referitoare la ocuparea forței de muncă și inflație. Această misiune a fost acordată fără a exista o preocupare pentru existența unei legături între credințele/anticipațiile publicului cu privire la viitoarele acțiuni ale politicii monetare și deciziile curente de politică monetară și la modul în care ea afectează atingerea obiectivului. Treptat, societatea a înțeles modul în care deciziile incompatibile cu un plan inițial (inconsistența în timp sau discreționarismul) ale politicii monetare influențează anticipațiile publicului și generează creșterea inflației și s-a orientat, mai ales după 1990, către adoptarea și respectarea de reguli, care să permită legarea anticipațiilor publicului de comportamentul politicii monetare<sup>8</sup>. Apariția țintirii inflației ca strategie de politică monetară este strâns legată de exploatarea acestei legături în ipoteza că anticipațiile se formează, cel puțin parțial, în mod rațional. Exact ideea că politica monetară este ghidată de reguli care vizează inflația sau în primul rând inflația face necesară întărirea politicii monetare într-o perioadă de stagflație cu inflație înaltă, pentru a da publicului încrederea că inflația va fi adusă sub control ca o premisă necesară pentru reluarea creșterii economice.

În fine, în al treilea rând, trebuie să amintim că în majoritatea școlilor de gândire economică, politica monetară lucrează prin afectarea nivelului general al prețurilor. În consecință, ipoteza implicită este aceea că politica monetară nu afectează prețurile relative atunci când stabilizează prețurile la un nivel dorit și, astfel, nu interferează cu alocarea resurselor și nu afectează echilibrul economic.

Totuși, cel puțin când producția este la echilibru sau peste, această viziune trebuie luată cu precauția pe care o face necesară o concluzie a teoriei austriece care rămâne

<sup>8</sup> Deși această înțelegere referitoare la inconsistența de timp apare pregnant abia odată cu publicarea lucrării lui Prescott și Kydland în 1977, toate informațiile necesare pentru o astfel de concluzie existau. Hayek a prezentat în prelegerea sa intitulată „Economics and Knowledge”, ținută pe 10 noiembrie 1936 la London Economic Club, două idei referitoare la echilibru și la rolul timpului în explicarea lui. Abordarea lui Hayek este să distingă sensul echilibrului când este aplicat la acțiunile unei singure persoane și sensul echilibrului când este aplicat la „relațiile dintre acțiunile diferiților oameni” (Hayek, *Economics and Knowledge* în *Individualism and Economic Order*, Chicago University Press, 1958, p. 37), adică sensul lui în societate cu oameni și instituții independente („a society consisting of several independent persons”, Hayek, *op. cit.*, p.35). Referitor la o persoană, el spune: „Actions of a person can be said to be in equilibrium in so far as they can be understood as part of one plan.” și că „...equilibrium relations exist between the successive actions of a person only in so far as they are part of the execution of the same plan, any change in the relevant knowledge of the person, that is, any change which leads him to alter his plan, disrupts the equilibrium relation between his actions taken before and those taken after the change in his knowledge. In other words, the equilibrium relationship comprises only his actions during the period in which his anticipations prove correct ... and since the actions of one person must necessarily take place successively in time, it is obvious that the passage of time is essential to give the concept of equilibrium any meaning” (*op. cit.*, pp. 36-37). Pentru societate Hayek spune: „... since some of the data on which anyone person will base his plans will be the expectation that other people will act in a particular way, it is essential for the compatibility of the different plans that the plans of the one contain exactly those actions which form the data for the plans of the other.” (*op. cit.*, p. 38). Aplicate la relația dintre public și banca centrală, și dând cuvântului echilibru înțelesul de compatibilitate sau consistență în timp a acțiunilor, vom înțelege implicația că schimbarea discreționară a planurilor băncii centrale alterează compatibilitatea cu planurile individuale. Prescott și Kydland au avut geniul ca pornind de la ideea de anticipații raționale să formuleze problema inconsistenței în timp și să deducă necesitatea regulilor versus discreționarism.

relevantă chiar și după aplicarea criticilor valide<sup>9</sup>: economisirile forțate și distorsiunile în prețurile relative asociate cu ele apar atunci când există disparități între valorile de piață și cele naturale ale ratelor dobânzilor. Numai în măsura în care economia operează sub nivelul de echilibru această discrepanță nu ar genera economisiri forțate și distorsiunile pe care acestea le generează în prețurile relative.

Problema pentru politica monetară este complicată de posibilitatea ca aceste disparități între rata de piață și rata naturală să apară chiar și atunci când prețurile sunt stabile sau există deflație<sup>10</sup>, producând distorsiuni în alocarea resurselor și răni în economia reală. În opinia mea este foarte posibil ca recesiunea din anii 2008-2009 din multe țări dezvoltate în care inflația a fost relativ joasă și stabilă să fi avut ca o cauză importantă chiar economisirile forțate, așa cum se pare că a avut și recesiunea de la sfârșitul anilor 1980 din Japonia (vezi Roger Garrison, *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, 2001, p. 121).

## 2.2. SCENARIILE PRIVIND POLITICILE MONETARE ÎN ȚĂRILE DEZVOLTATE

Este clar că o creștere a ratei inflației este cu atât mai dăunătoare cu cât mai mult are ca sursă discrepanța dintre rata actuală și rata naturală a dobânzii. Totuși, dacă inflația crește influențată de factori pe partea ofertei și este greu de distins dacă ratele actuale ale dobânzilor sunt la echilibru sau peste nivelul natural, decizia practică referitoare la combaterea inflației este greu de luat. Este probabil înțelept să se aștepte suficiente dovezi că inflația este alimentată și de politica monetară, înainte de a crește rata dobânzii.

<sup>9</sup> Aici mă refer în mod special la sugestia exprimată de David Laidler conform căreia, critica teoriei austriece vizează, mai ales referitor la Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek și Lionel Robbins, că „au luat *posibilități* logice care sunt implicite în analiza economisirilor forțate și le-au tratat ca *necesități* logice” (vezi David Laidler, „The Price Level, Relative Prices and Economic Stability: Aspects of the Interwar Debate”, BIS, Working Papers, No. 136, 2003, p. 14; sublinierile aparțin lui Laidler). Totuși, Laidler este precaut și notează că „... as far as the sufficiency of price level stability for general economic stability is concerned, the mere logical possibility that forced saving can cause trouble under such a regime is of some significance” (*op. cit.*, p. 15). Este relevant să menționez că acest articol al lui Laidler face parte dintr-o serie de studii pe care atât BCE cât și BIS le-au inițiat la începutul anilor 2000, probabil preocupate de dezechilibrele care se acumulasă deși inflația continua să fie relativ joasă și stabilă. Acele evoluții aminteau de evoluții similare în anii care au precedat Marea Depresie (1929-1933) din SUA, recesiunea de la sfârșitul anilor 1980 din Japonia și criza dot.com din SUA din anii 1990.

<sup>10</sup> Wicksell, pe de o parte, definește rata naturală a dobânzii ca acea rată la care economisirile și investițiile sunt egale la ocuparea deplină, iar pe de altă parte arată că rata naturală a dobânzii este acea rată care dacă ar fi prezentă în piață ar asigura stabilitatea prețurilor. Hayek a sesizat un potențial conflict între cele două definiții și a arătat că ele sunt compatibile numai dacă economia este staționară (Hayek, *Prices and Production*, 1935, pp. 24-28), adică nu există „adiții la oferta de economisiri” (*op. cit.*, p. 27). Într-o astfel de situație, „to keep the money rate of interest at the level of the equilibrium rate would mean that in times of expansion of production the price level would fall. To keep the general price level steady would mean, in similar circumstances, that the loan rate of interest would have to be lowered below the equilibrium rate” (Hayek, *op. cit.*, p. 27). Pornind de la echilibru, producția ar putea crește într-o astfel de societate, de exemplu din cauza creșterii productivității. Atunci, presupunând că viteza de circulație a banilor este constantă, fără o creștere a creditului, prețurile ar scădea (deflație) cu rata de creștere a productivității (Laidler, *op. cit.*). În ecuația cantitativă a banilor  $Mv=yP$ , acest mecanism este ușor de înțeles în termeni de indici:  $M=1$ ,  $v=1$ ,  $y$  este mai mare ca 1 și  $P$  mai mic ca 1. O creștere a creditului ar fi necesară pentru a preveni scăderea abruptă a prețurilor și ar apărea dacă rata dobânzii ar scădea sub nivelul natural. Presupunând că acest credit merge, așa cum presupune Wicksell, către firme, care cresc cheltuielile de investiții și produc inflație și că efectele inflaționiste nu sunt anticipate de consumatori (ceea ce, în opinia mea este posibil dată fiind incertitudinea din jurul nivelului ratei naturale a dobânzii), atunci apar economisirile forțate. În concluzie, „forced saving is always implicit in positive credit creation in conditions of full employment, and will occur in a growing economy whenever the rate of price level change lies above that rate of deflation” (Laidler, *op. cit.*).

Dar odată ce aceste semne sunt clare, decizia referitoare la creșterea ratei dobânzii de politică monetară nu este încă clară și ușor de luat. Din perspectiva clarității deciziilor, ar putea fi două grupe de scenarii. Una în care aceste decizii ar fi clare și relativ ușor de luat. O alta, în care apar scenarii ce ar necesita decizii în afara zonelor de confort.

Un prim scenariu dintre cele care lasă deciziile în zona de confort ar fi acela în care creșterea producției ar fi viguroasă și susținută, ceea ce ar face ca banca centrală să se simtă confortabil în a întări politica monetară pentru a combate o inflație care altfel ar fi crescătoare. Atunci costurile cu șomajul asociate cu decizia de creștere a ratei dobânzii ar fi relativ reduse și politica monetară ar câștiga spațiu de manevră pentru viitor.

Totuși, este puțin probabil ca acest scenariu să se materializeze. Așa cum am subliniat în prima secțiune, oferta agregată este în prezent încorsetată, inclusiv de reglementări care țintesc la asigurarea stabilității financiare. Această optică referitoare la nevoia de a înăspri reglementarea financiară este inspirată de predominanța printre economiști și politicieni a viziunii de inspirație neokeynesistă conform căreia percepțiile referitoare la risc depind de schimbările în fundamentele financiare ale băncilor și ale clienților lor. Astfel, cererea și oferta de credite depind de fundamentele financiare, care odată deteriorate (eventual de o recesiune) duc fie la creșterea costurilor creditului și, astfel, la scăderea cererii de credite, fie la raționalizarea creditului de către bănci. Toate acestea, deși nu inițiază un ciclu de afaceri, îl pot amplifica pentru că influențează cererea și oferta agregată.

Măsurile macroprudențiale create în special după 2008 țintesc la limitarea deteriorării fundamentelor financiare ale băncilor și ale clientelei lor și, astfel, vizează limitarea fluctuațiilor creditului, ceea ce pare să fie o soluție ce degreveză politica monetară de conflictul care poate apărea între obiectivul stabilizării inflației și cel al stabilizării financiare<sup>11</sup>. Totuși, prin limitarea cererii și ofertei de credite, măsurile macroprudențiale încorsetează oferta agregată, ceea ce nu ajută politica monetară, care ar putea crește ratele dobânzilor și ar putea fi „normalizată”<sup>12</sup> mai ușor dacă creșterea economică ar fi viguroasă și sustenabilă.

<sup>11</sup> Aici merită amintit că în teoria hayekiană, spre deosebire de teoria ortodoxă a ciclului creditului, sistemul bancar poate iniția ciclul de afaceri dacă rata dobânzii este stabilită sub nivelul natural, proces în care banca centrală are un rol important. În această abordare, prețurile relative sunt distorsionate și stimulează „malinvestments”, producând în final instabilitatea producției. Teoria hayekiană a subliniat încă din 1928 că, în condițiile menționate, instabilitatea producției poate apărea după o perioadă îndelungată de stabilitate a prețurilor. Totuși, în prezent această legătură nu este discutată pentru că se presupune că stabilizarea inflației la niveluri joase este echivalentă cu stabilitatea prețurilor relative. În același mod, până în 2008 se presupunea că stabilitatea inflației la niveluri joase asigură stabilitatea financiară, ceea ce s-a dovedit greșit. În prezent suntem informați de teorie că atât instabilitatea financiară, cât și instabilitatea producției pot apărea după o perioadă îndelungată de stabilitate a prețurilor. În această perioadă, în teoria ortodoxă, sistemul bancar acumulează vulnerabilități care vor deteriora fundamentele financiare, ceea ce face necesare măsuri macroprudențiale, cu consecințe negative asupra ofertei agregate. În teoria hayekiană, plasarea ratelor dobânzilor sub nivelul natural distorsionează prețurile relative și apar „investițiile bolnave” care nu mai pot fi susținute odată ce ratele dobânzilor sunt readuse la nivelul natural. În acest caz, soluția este aplicarea unui mecanism care să evite discrepanțele dintre rata dobânzii de piață și nivelul natural: un mecanism autoreglator ca în perioada de glorie a sistemului aur (1873-1913).

<sup>12</sup> Normalizarea politicii monetare în țările dezvoltate nu ar trebui să fie un scop în sine. Normalizarea înseamnă creșterea ratelor dobânzilor pe termen scurt pe piața monetară, scăderea maturității medii a activelor din bilanțul băncii centrale prin creșterea titlurilor cu scadență mai scurtă și reducerea dimensiunii bilanțurilor astfel ca politica monetară să lucreze din nou prin variații în rata dobânzii de politică monetară și alte operațiuni specifice practicate înainte de criza din 2008 (vezi stlouisfed.org). Normalizarea politicii monetare ar trebui să reflecte normalizarea condițiilor economice în contextul cărora politica monetară era considerată normală.



Al doilea scenariu în zona de confort este acela în care producția începe să crească cu rate relativ mari și inflația tinde să revină de sus spre nivelurile țintite de băncile centrale din țările dezvoltate, pe măsură ce factorii ce au condus la creșterea ei tranzitoriu se disipează. Din nou, acest scenariu este destul de improbabil, dată fiind suprareglementarea din ultimii 10 ani. Totuși, dacă scenariul s-ar materializa, politica monetară ar avea în continuare incertitudinile referitoare la situarea ratei dobânzii sub nivelul natural neobservabil, în timp ce inflația rămâne joasă și stabilă, ascunzând dereglarea prețurilor relative, așa cum s-a întâmplat în anii 1980 în Japonia (Garrison, *op. cit.*) și, în viziunea mea, în anii 2000 și în celelalte țări dezvoltate.

Acum să ne referim la scenariile din afara zonei de confort. Primul scenariu „greu” ar fi acela în care în țările dezvoltate se revine la o situație pre-pandemie, cu creștere economică scăzută și cu inflație sub țintă. Aici probabil că băncile centrale vor continua cu politici acomodative, iar în măsura în care ratele dobânzilor nu vor fi sub rata naturală, atunci este mai greu să apară economisiri forțate. Dar și incapacitatea de a duce rata dobânzii sub nivelul natural poate provoca distorsiuni în alocarea resurselor, în special pe ruta creșterii prețurilor activelor.

Al doilea scenariu „greu” ar fi acela în care creșterea economică încetinește, pe fundalul reglementării excesive și sub acțiunea unor noi șocuri pe partea ofertei, iar inflația ar crește. Șocurile pe partea ofertei ar veni de la creșterea prețurilor la gaze, dar și de la înlocuirea de vechi tehnologii de către noile tehnologii, inclusiv digitalizarea, plus factori geopolitici. Aceste șocuri reduc stocul de capital utilizabil.

Această stagflație ar pune dificultăți deciziei de politică monetară. O creștere a ratei dobânzii care să reducă inflația ar adânci recesiunea. O acomodare a inflației ar ușura povara datoriilor prin reducerea lor în termeni reali. Totuși, pe măsură ce crește inflația apar anticipații inflaționiste care vor duce la întărirea politicii de credit de către bănci și alți furnizori de credite prin creșterea ratelor nominale ale dobânzilor, proces necesar pentru a prezerva ratele reale ale dobânzilor sau poate chiar a le crește. Asta ar afunda, într-o etapă ulterioară, economia într-o stagflație și mai rea.

Cum ar trebui să acționeze băncile centrale pentru a evita un astfel de scenariu? Răspunsul care mi se pare plauzibil în lumina lecției discutate aici este că ele ar trebui să crească ratele dobânzilor chiar cu riscul unei recesiuni. Am prezentat trei argumente în favoarea acestei decizii. Primul este cel al experienței din timpul standardului aur, când băncile creșteau ratele dobânzilor pentru a apăra stabilitatea ratei de schimb și a competitivității prin calmarea cererii agregate. În acel regim, competitivitatea era dată de evoluția inflației. Al doilea argument este acela că dacă băncile centrale au în mod explicit obiectivul stabilizării prețurilor, atunci ele trebuie să demonstreze că au tăria să-l atingă oricât de greu ar fi. Numai așa adaugă la credibilitate. Al treilea argument este acela că atunci când economia este încă la potențial sau peste, inflația înaltă distorsionează prețurile relative, cu consecințe devastatoare pentru producție.



## 2.3. FAȚA UMANĂ A STRATEGIEI „WHATEVER IT TAKES”

Cel care în opinia mea a acționat în linie cu aceste argumente pe care tocmai le-am amintit a fost Paul Volcker, fostul guvernator al Fed, la începutul anilor 1980. El a fost fondatorul Marii Moderații, care a durat din ianuarie 1983 până în 2008. Și, așa cum a spus recent Robert Barro, prin modul în care a acționat a patentat modelul „whatever it takes”, pe care l-a adoptat mai târziu și Mario Draghi.

În august 1979, președintele Jimmy Carter l-a numit pe Paul Volcker la conducerea Fed pentru atitudinea sa fermă antiinflație, dovedită prin repetate dizidențe în calitate de șef al New York Fed. Modalitatea prin care s-a ținut reducerea inflației a fost controlul ofertei de bani, practică pentru care Milton Friedman a militat mult, dar la care Fed, ca și alte țări care au practicat-o, a renunțat în cele din urmă spre finalul anilor 1980 din cauza volatilității pe care o producea în ratele dobânzii. Controlul ofertei de bani a fost necesar și din motivul practic că informațiile despre anticipațiile inflaționiste erau precare și cu greu s-ar fi putut stabili care este rata reală a dobânzii (a se vedea <https://www.federalreservehistory.org/essays/recession-of-1981-82>).

Volcker s-a confruntat cu două recesiuni în timpul mandatului său care a durat până în august 1987. Prima a avut loc în perioada februarie-iulie 1980 (6 luni), iar cea de-a doua în perioada august 1981 – noiembrie 1982 (16 luni). Să le numim, pentru conveniență, prima și, respectiv, a doua recesiune Volcker. Aceste denumiri nu sunt exagerate, având în vedere că ambele contracții au fost provocate, cel puțin în bună măsură, de Fed sub conducerea lui Volcker atunci când a răspuns nevoii de a întări politica monetară pentru a reduce inflația.

Prima recesiune Volcker a fost precedată de creșterea ratelor dobânzii de la 10,94 la sută în august 1979 la 17,61 la sută în aprilie 1980. A doua recesiune Volcker a fost precedată de creșterea ratelor dobânzii efective a Fed de la 9,61 la sută în august 1980 până la 19,08 la sută în ianuarie 1981, cu o medie a ratei dobânzii efective de 17,5 la sută în perioada ianuarie-august 1981.

În fața acestor două recesiuni, reacțiile lui Volcker au fost total diferite. La prima recesiune, reflectând tradiția „stop-go”<sup>13</sup> a politicii monetare informată de ideea greșită că există un compromis sustenabil pe termen lung între inflație și ocuparea forței de muncă, rata dobânzii efective a Fed a coborât treptat de la 17,61 în aprilie 1980 până la 9,03 la sută în iulie 1980. A fost singura ezitare a lui Volcker. Rezultatul ezitării s-au văzut: în fiecare lună a anului 1980, inflația anuală s-a plasat între 12,5 la sută și 14,8 la sută.

La cea de-a doua recesiune (august 1981 – noiembrie 1982), Volcker și Fed nu au mai ezitat. Până la sfârșitul recesiunii, în noiembrie 1982, ratele dobânzilor nu au coborât sub 10 la sută, având o medie a ratelor efective ale dobânzii de 14,8 la sută în perioada

<sup>13</sup> Începând cu anul 1965 și până spre finele deceniului șapte, politica monetară a fost informată de curba Phillips keynesistă, în care șomajul crește atunci când inflația scade, și invers, oricât de mult s-ar apela la acest compromis. În consecință, în practică a apărut o abordare de tipul *stop-go*, adică Fed întărea politica monetară când inflația creștea prea mult, dar o relaxa imediat ce șomajul creștea. În consecință inflația de bază, care depinde de politica monetară, a fost relativ mare. În plus, așa cum am amintit deja, creșterea prețurilor petrolului adăuga la inflație, astfel că inflația *headline* a fost permanent mare, ajungând la 13,9 la sută în 1979.

noiembrie 1980 – noiembrie 1982. Media ratelor reale ale dobânzilor în perioada ianuarie-noiembrie 1982 pe un orizont de 10 ani al anticipațiilor a fost 7,0 la sută, iar pe un orizont al anticipațiilor inflaționiste de 1 an a fost de 6,5 la sută (pe baza datelor oferite de [clevelandfed.org](http://clevelandfed.org)).

Nu numai că Volcker și echipa pe care a condus-o au menținut ratele dobânzilor la cele mai înalte niveluri în timpul recesiunii, dar chiar au crescut rata efectivă a dobânzii de politică monetară în timpul recesiunii<sup>14</sup>. Chiar și în prima recesiune (februarie-iulie 1980), ratele dobânzilor au crescut în perioada februarie-aprilie de la 14,13 la sută la 17,61 la sută, chiar dacă în final s-a cedat. În cea de-a doua recesiune a lui Volcker (august 1981 – noiembrie 1982), ratele dobânzilor efective ale Fed au crescut în perioada ianuarie-aprilie 1982 de la 13,22 la sută la 14,94 la sută. Marea Inflație a durat din ianuarie 1965 până în decembrie 1982. După această perioadă, inflația a variat în intervalul 0-5 la sută, același interval în care s-a mișcat inflația înainte de 1965.

<sup>14</sup> Trebuie să precizez că după anii 1950, rata dobânzii de politică monetară a mai fost crescută de doar două ori în timpul unei recesiuni economice în SUA. Prima creștere a avut loc chiar în timpul contracției din perioada mai 1960 – februarie 1961 (10 luni de contracție), și anume în februarie 1961. A doua creștere a ratei dobânzii a avut loc în timpul contracției din perioada decembrie 1973 – martie 1975 (16 luni), și anume în perioada martie 1974 – iulie 1974, ratele dobânzii efective ajungând gradual de la de la 9,32 la sută în martie 1974 la 12,92 la sută în iulie 1974. Totuși, rata dobânzii a fost redusă prematur și gradual în virtutea credinței că există un compromis pe termen lung între inflație și ocuparea forței de muncă, ajungând de la 12,01 la sută în august 1974 la 5,54 la sută în martie 1975. În acest interval, inflația a rămas relativ înaltă, variind între 10,3 la sută și 12,3 la sută.



# Pandemia și metoda capitalistă\*

---

\* Articol publicat pe 6 decembrie 2021 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„The price of greatness is responsibility.“

Winston Churchill, „Address by Prime Minister Churchill in Response to  
The Award of The Honorary Degree of Doctor of Laws“, September 6, 1943

Probabilitatea ca un *lockdown* să devină necesar crește foarte mult dacă sunt ignorate regulile personale de igienă și protecție. Problema principală este, așadar, referitoare la capacitatea individuală de a respecta astfel de reguli. La rândul ei, capacitatea individuală de a respecta aceste reguli depinde de gradul de responsabilitate al fiecăruia. Acest grad de responsabilitate individuală s-a redus în timp, odată cu extinderea concepțiilor etatiste referitoare la societate.

Statul s-a extins și a devenit o prezență masivă în viața socială. A acordat noi drepturi și a alocat cheltuielile asociate lor, pe care le-a finanțat cu impozite și datorii publice crescătoare. A preluat de la comunități funcții pe care acestea le îndeplinesc mai bine. A extins ponderea „regulilor dependente de scop” (neaplicabile tuturor) în defavoarea acelor reguli care stabilesc spațiul de acțiune a responsabilității individuale, și anume „regulile generale de bună conduită” (expresii preluate de la Hayek).

Rezultatul a fost că, pe de o parte, individul și statul s-au trezit într-o relație slab intermediată sau chiar neintermediată de comunități, cu extinderea sentimentului de izolare, iar pe de altă parte individul fie a renunțat la unele dintre responsabilitățile sale, fie le-a predat statului, câteodată în contextul existenței unor drepturi pecuniare<sup>1</sup>. Din păcate, statul nu a putut înlocui eficient nici responsabilitatea individuală nici comunitățile în multe privințe, inclusiv în cele referitoare la formarea atitudinilor față de un flagel neprovocat de om, cum este pandemia.

Acest rezultat s-a văzut în întregul Occident, atunci când pandemia a lovit la finele anului 2019. Instinctul autorităților a fost să impună starea de urgență, ceea ce pentru mulți a generat ideea că pandemia, oricât de mult ar fi o problemă, ar putea fi în primul rând un alt prilej/pretext pentru stat pentru a eroda garanțiile împotriva libertăților individuale. În mod particular, în România instituția Bisericii, care se bucură de un grad mare de încredere în societate în general, și în special în anumite comunități, nu s-a implicat de la început nici în transmiterea mesajului referitor la valoarea vaccinului pentru societate, dar, și mai important, nici referitor la responsabilitatea individuală de a respecta cu strictețe măsurile de igienă și protecție ca mijloc al fiecăruia de a-și proteja aproapele. Din fericire, Biserica a corectat în cele din urmă această ezitare prelungită, dar schimbarea atitudinii individuale a rămas insuficientă.

Pe scurt, poate că un *lockdown* ar fi putut fi evitat sau, dacă s-ar impune din nou, ar avea un impact economic mai puțin sever dacă gradul de responsabilitate individuală ar fi (rămas) la nivelul înalt la care îl dusesse liberalismul clasic, în care individul era responsabil referitor la virtual toate aspectele vieții sale. În prezent, pentru că oamenii învață, gradul de responsabilitate individuală în combaterea pandemiei a înregistrat o oarecare creștere, dar, până acum, insuficientă pentru a evita un posibil *lockdown*.

Chiar dacă gradul de responsabilitate individuală a rămas relativ redus, dacă ne referim la societate în ansamblu, forțele pieței au acționat pentru a corecta acest lucru în interiorul organizațiilor. Firmele aflate în concurență au înțeles repede că nu

<sup>1</sup> De exemplu, în contextul în care cheltuielile cu spitalizarea sunt gratuite, unii nu s-au simțit responsabili să respecte regulile de igienă și protecție sau să se vaccineze, ceea ce a echivalat cu transferarea către stat atât a responsabilității față de sănătatea altora, cât și a eventualelor cheltuieli cu spitalizarea ce au apărut din cauza unor astfel de comportamente.

pot rămâne pe piață dacă nu fac o prioritate din respectarea de către angajați a unor reguli stricte de igienă și protecție. Oamenii foarte calificați nu pot fi înlocuiți de pe o zi pe alta. Amintiti-vă cum a reacționat Tom Cruise când turna ultimul film din seria „Mission Impossible” și a văzut pe platourile de filmare oameni care nu respectau regulile de igienă. A amenințat cu stoparea filmărilor, care însemna pierderea de locuri de muncă și de venituri. Toți au devenit în cele din urmă riguroși și au reușit să termine filmul. Nu este exclus ca rigoarea cerută de firme să se fi transmis într-un grad crescut de responsabilitate pentru angajați și în afara organizației.

În virtutea a ceea ce am spus, apar două lecții. Prima este aceea că statul ar trebui să învețe că nu poate să se substituie comunităților și să îl facă pe cetățean să reducă responsabilitatea lui individuală, căci erodarea acestei responsabilități, la o adică, nu poate fi compensată în societate decât ineficient, parțial și temporar. *Lockdown*-ul a fost o astfel de compensare costisitoare din punct de vedere economic. Pe termen lung statul trebuie să redea spațiul necesar responsabilității individuale prin inversarea procesului prin care în numele justiției sociale a favorizat creșterea ponderii regulilor cu scop în defavoarea legilor generale și prin retrimiteră către comunități a unor funcții care i se potrivesc mai puțin.

A doua lecție este aceea că dacă responsabilitatea individuală întârzie să ajungă la nivelurile necesare pentru combaterea pandemiei, astfel contribuind la agravarea situației, cel care a atrofiat-o, adică statul, trebuie să facă ceea ce este necesar pentru a o impune și pentru a o suplini. Mă grăbesc să adaug ceea ce știm de la Hayek, și anume că singura instanță în care guvernul poate utiliza coerciția într-o societate liberă este aceea în care apără utilizarea legilor generale. În cazul pandemiei, instanța specifică este apărarea libertății fiecăruia de a rămâne sănătos, conform legilor generale aplicabile.

Dacă prea multe persoane tind să nu respecte regulile de igienă și protecția, contribuind la agravarea pandemiei și la blocarea sistemului medical, atunci acestea încălcă libertatea altor persoane de a rămâne sănătoase și a-l putea utiliza. Concret, în acest caz, consider că statul trebuie să intervină cu măsuri care să restricționeze comportamentele care duc la încălcarea libertății individuale. În acest caz, *lockdown*-ul ar putea deveni necesar. Dar, până la *lockdown*, pot exista multe alte soluții, mai ieftine, pe care statul trebuie să le impună, dar care în România s-au dovedit un eșec de concepție. De exemplu, un astfel de eșec a fost redeschiderea școlilor fără o pregătire adecvată prin testarea frecventă înainte de intrarea la clasă.

Așa cum impunerea unui *lockdown* depinde în primul rând de responsabilitatea individuală privind reguli de igienă și protecție și de caracteristicile diferitelor variante ale virusului, tot așa, impactul economic al *lockdown*-ului depinde în cea mai mare măsură de libertatea piețelor. Concurența a accelerat procesul de învățare, iar firmele au găsit soluții de a continua producția, chiar și în timpul unui *lockdown*, așa cum am încercat să subliniez referindu-mă la turnarea noului film din seria „Mission Impossible”. Aceasta nu înseamnă că specificul unor activități cum ar fi industria HoReCa nu face ca acestea să sufere în *lockdown*. Acest tip de industrii suferă în timpul unei pandemii chiar și dacă nu ar exista *lockdown*, deoarece inclusiv în condițiile unui grad înalt de responsabilitate individuală, reducerea scalei afacerii este necesară,

pentru a asigura o distanță minimă între persoane. Totuși, inclusiv aici procesele de învățare sunt continue, iar industriile respective vor deveni mai puțin dependente de pandemie.

În opinia mea, entitățile economice expuse concurenței sunt mai bine pregătite să facă față pandemiei. De aceea, impactul asupra creșterii economice va fi mai mic cu cât piețele sunt mai puțin încorsetate de reglementări excesive. Punctele slabe rămân la comportamentele individuale, care dacă nu se corectează vor face ca diverse valuri ale pandemiei să sufoce sistemul sanitar și să necesite noi și noi cheltuieli publice. În virtutea celor argumentate mai sus, statul nu ar trebui să permită astfel de comportamente.

La rândul său, statul ar trebui să fi învățat deja că pandemia va fi un proces de durată; el trebuie să se fi pregătit mai bine pentru a menține sănătatea finanțelor publice, în timp ce sprijină unele activități care suferă fără să aibă vreo vină. În acest scop, statul poate să elibereze unele resurse prin eliminarea acelor cheltuieli care nu sunt necesare, dar care se fac pentru a da satisfacție unor grupuri de presiune.

În același timp, societatea trebuie să fi învățat deja că problemele existente pe partea ofertei agregate pot fi agravate de pandemie. Într-adevăr, în economiile occidentale există atâtea reglementări pe piețele financiare și pe piețele muncii încât ele constituie principala comorbiditate a economiilor respective, căci încetinesc oferta în general, cu atât mai mult în timpul pandemiei. Aceste reglementări, adoptate mai ales din perspectiva justiției sociale, sunt foarte costisitoare nu doar direct în termenii producției, dar și direct în termenii cheltuielilor publice.

Diferite valuri ale pandemiei și încetinirea producției s-ar putea suprapune cu accelerarea inflației. Creșterea ratelor dobânzilor necesare pentru a combate inflația va fi mai puțin costisitoare în termenii șomajului și ai cheltuielilor cu dobânzile la datorii dacă oferta va fi eliberată de constrângerile la care m-am referit. Eliminarea reglementărilor care încorsetează oferta, adică libera întreprindere, precum și creșterea gradului de responsabilitate individuală vor ușura sarcinile atât pentru politica fiscală, cât și pentru politica monetară, atât în timpul pandemiei, cât și după.

Societatea noastră rămâne capitalistă inclusiv în timpul pandemiei, adică este, în esență, economie de piață. Haberler (1986) a spus că miracolul economic al Germaniei de Vest de după 1948 a fost produs de „metoda capitalistă”<sup>2</sup>, care înseamnă menținerea sănătății monedei și a liberei întreprinderi, cu, adaug eu, corolarul ei referitor la responsabilitatea individuală. Aici am sugerat că, pe lângă efortul medicilor, ambele componente sunt esențiale pentru a menține sănătatea oamenilor în timpul unei pandemii cu durată incertă. Mai precis, valorilor pandemice succesive le putem face față cu pierderi umane și materiale minime doar dacă reușim să creștem libertatea și responsabilitatea individuală și să menținem sănătatea monedei și finanțe publice sănătoase.

<sup>2</sup> Haberler utilizează expresia lui Schumpeter.





# Cum să crești economia când reduci inflația și deficitul bugetar\*

---

\* Articol publicat pe 16 ianuarie 2022 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)

Motto:

„If one regards inflation as an evil, then one has to stop inflating. One has to balance the budget of the government.“

Ludwig von Mises, „Economic Policy: Thoughts for Today and Tomorrow“

Inflația a crescut peste tot în lume în 2021. În SUA a ajuns la 7 la sută la sfârșitul anului trecut, un nivel ce nu a mai fost întâlnit în ultimii 39 de ani. În zona euro a ajuns la 5 la sută, un nivel ce nu a mai fost întâlnit în ultimii 32 de ani. În Polonia, inflația a fost 8,6 la sută, în Cehia 6,6 la sută, în Ungaria 7,4 la sută și în România 8,2 la sută.

Se spune că este mai ușor să scoți decât să bagi o piscică într-un sac. Asta este valabil și pentru inflație. Nu pentru că banca centrală nu ar putea, tehnic, să aducă inflația în foarte scurt timp la nivelul dorit. Tehnic, acest lucru este posibil. Dar nu este posibil economic, social și politic.

Astfel, creșterii inflației din ultima perioadă BNR i-a răspuns prin inițierea unui ciclu de întărire a politicii monetare, care a avut trei componente. A început prin renunțarea, în mai 2021, la achizițiile de titluri de stat de pe piața secundară; a întărit managementul lichidității, reflectat în creșterea ratelor dobânzilor pe piața interbancară; în fine, a crescut rata dobânzii de politică monetară de trei ori, cu câte 25 de puncte de bază, în octombrie și noiembrie 2021 și în ianuarie 2022, concomitent cu lărgirea treptată a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente. Acum, rata dobânzii de politică monetară este de 2 la sută, iar ratele dobânzilor la facilitatea de depozit și la facilitatea de creditare sunt de 1 la sută și respectiv 3 la sută.

Creșterea ratelor dobânzii este necesară dacă vrem să menținem inflația sub control. Totuși, ea nu este suficientă. O ajustare fiscală este, de asemenea, necesară. Dacă banca centrală produce dezinflație, valoarea reală a datoriilor publice se reduce mai încet, astfel că politica fiscală trebuie să devină „pasivă”<sup>1</sup> și deficitul bugetar primar trebuie redus mai accelerat pentru a nu slăbi capacitatea de a plăti datoria publică. Dacă această capacitate, acest fundament financiar al guvernului, slăbește, atunci percepțiile se adaptează în consecință și pot genera anticipații inflaționiste de natură fiscală. Cu alte cuvinte, reducerea inflației necesită o întărire concomitentă a politicii monetare și a celei fiscale.

O întărire concomitentă a celor două politici macroeconomice poate genera îngrijorarea că economia ar putea continua să crească cu rate mai mici decât cele naturale. În principiu, aceasta este o consecință logică. Totuși, reducerea inflației și a deficitelor bugetare nu înseamnă în mod necesar scăderea creșterii economice dacă guvernul este pregătit să utilizeze rapid și inteligent un instrument pe care îl are la dispoziție și la care mă voi referi la final.

**Politica monetară.** Unii analiști au considerat că adăugarea a numai 75 de puncte de bază la rata dobânzii de politică monetară și lărgirea coridorului ratelor dobânzii la facilitățile permanente au fost o reacție insuficientă. Totuși, așa cum văd eu lucrurile, reacția a fost optimă. Când stabilește pașii cu care crește rata dobânzii, banca centrală are în vedere multe variabile. Printre altele, ține cont de natura inflației. În modelul neokeynesist standard<sup>2</sup>, care stă la baza modelelor specifice pe care băncile centrale le

<sup>1</sup> Adică să nu forțeze, prin răspunsurile sale la un șoc în datoria publică reală, viitoarele decizii de politică monetară. Vezi Erik Leeper, „Equilibria under «Active» and «Passive» Monetary and Fiscal Policies”, *Journal of Monetary Economics*, 27, (1991), pp. 129-147.

<sup>2</sup> Vezi, de exemplu, Richard Clarida, Jordi Galí și Mark Gertler, „The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, în *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII (December 1999), pp. 1661-1707; Jordi Galí, „Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle an Introduction to the New Keynesian Framework”, Princeton University Press (2015).

folosesc în strategia de țintire a inflației, inflația este determinată de sumă anticipată pe un orizont infinit de timp a deviațiilor costurilor marginale ale firmelor de la nivelul lor normal. Aceste deviații anticipate pot veni de la excedentul de cerere sau de la șocuri pe partea ofertei, cum sunt creșteri abrupte ale prețurilor la gaze, energie, unele alimente etc.

Politica monetară poate influența excedentul de cerere, dar nu poate influența șocurile pe partea ofertei. Excedentul de cerere, definit ca diferență între producția actuală și cea potențială, depinde negativ, pe același orizont infinit (termen lung), de suma abaterilor curente și anticipate ale ratei reale a dobânzii de la nivel său natural (Galí *et al.*, *op. cit.*). Cu alte cuvinte, excedentul de cerere depinde atât de factori reali fundamentali care influențează oferta, cât și de politica monetară, care influențează cererea. Din această perspectivă, inflația fără șocuri pe partea ofertei este o inflație de bază, către care ar tinde inflația pe termen lung<sup>3</sup>.

Inflația observată (*headline*) deviază de la inflația de bază pentru că prețurile unor bunuri alimentare sau prețurile energiei pot fi extrem de volatile pe termen scurt (inflație volatilă), fără legătură cu factorii fundamentali. Politica monetară nu poate compensa volatilitatea mare a acestor prețuri fără a produce o volatilitate mare în producție și șomaj sau în stabilitatea financiară<sup>4</sup>. Nu este optim, din această perspectivă a modelului neokeynesian, să se revină spre țintă în mod rapid dacă există șocuri pe partea ofertei. De aceea se spune că banca centrală nu răspunde la șocurile pe partea ofertei. Nu răspunde imediat, pentru că, așa cum voi detalia imediat, uneori este nevoită să răspundă. Din acest motiv, o creștere a prețurilor la gaz sau energie nu este combătută imediat prin creșterea ratei dobânzii. O strategie de aducere a inflației la țintă este mai degrabă ancorată la factorii fundamentali ce acționează pe termen lung ai ofertei (productivitatea) și ai cererii (banii, emiși de un monopol), nu la șocurile ce pot apărea în ofertă.

Totuși, pentru că inflația de bază și inflația volatilă (din șocuri) nu pot să rămână complet izolate una față de alta, banca centrală monitorizează atent evoluțiile ce ar putea apărea de la creșterea unor prețuri generate de șocuri de ofertă. Inflația volatilă ar putea determina creșterea anticipațiilor inflaționiste și, astfel, inflația volatilă ar putea trece în inflația de bază, care depinde de anticipațiile inflaționiste și de

<sup>3</sup> Această distincție între inflația de bază și inflația venită de la șocuri pe partea ofertei este centrală în analiza făcută de Alan Blinder pentru a explica inflația din anii 1970 din SUA și pentru a arăta cum, sub influența unor șocuri majore la produse energetice (șocurile petrolului) și alimentare aproape că s-a dublat inflația de bază în acei ani (Alan Blinder, „The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s”, în Robert E. Hall (ed.), „Inflation: Causes and Effects”, The University of Chicago Press, 1982, pp. 261-282). În analiza sa, Blinder atrage atenția că cele două inflații nu sunt „cu adevărat independente” și că inflația de la factorii speciali poate intra în inflația de bază dacă duce la accelerarea ritmului de creștere a salariilor. În viziunea sa, inflația de bază este influențată de „fundamental economic forces”, care în cazul ofertei este „the trend rate of change of productivity”, iar în cazul cererii factorul dominant este „the growth rate of money”. În modelul neokeynesian, atât timp cât nu introducem exogen șocuri de tip „cost push”, inflația este determinată în fiecare perioadă de timp de suma pe un orizont infinit a deviațiilor costurilor marginale de la trend asociate cu modificările în excedentul de cerere. În acest model, rata reală naturală a dobânzii, către care banca centrală tinde să stabilească rata ei reală de politică monetară, este definită ca o rată pe termen scurt, stabilită în fiecare perioadă, dar cu o tendință centrală pe termen lung, care se poate modifica încet în timp (vezi pentru detalii Jeffery Amato, „The Role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy”, BIS Working Papers No. 171, March 2005). Tendința centrală a valorii inflației poate urma o traiectorie similară celei a ratei naturale a dobânzii.

<sup>4</sup> De exemplu, să presupunem că inflația este la țintă și anticipațiile sunt ancorate la nivelul țintei. Aceasta înseamnă că producția actuală este egală cu producția potențială și rata dobânzii este egală cu rata naturală a dobânzii. În aceste condiții, să presupunem că are loc o creștere a inflației din cauza unui șoc pe partea ofertei. Dacă ar reacționa prin creșterea ratei dobânzii, politica monetară ar crea o recesiune. În cel mai bun caz, dacă politica monetară nu reacționează, inflația rămâne peste țintă până când șocul dispăre.

gap-ul producției. Dacă politica monetară crește rata actuală a dobânzii, atunci inflația volatilă nu va trece în inflația de bază. Inflația volatilă va trece însă în inflația de bază dacă politica monetară va acomoda noile anticipații. Dar nu este optim pentru o bancă centrală să crească rata dobânzii dacă inflația volatilă nu antrenează creșterea anticipațiilor inflaționiste, căci, presupunând că pornim de la echilibru, sub influența creșterii ratei dobânzii, creșterea economică se va încetini sub rata naturală a producției<sup>5</sup>.

Creșterea cu câte 25 de puncte de bază a ratei dobânzii în lunile octombrie, noiembrie și ianuarie reflectă cunoașterea pe care BNR o are referitor la faptul că, deocamdată, inflația are o natură preponderent determinată de șocurile în oferta unor produse, în special la gaze. România a avut în ianuarie 2022 cea mai joasă inflație anuală de bază (inflația IAPC minus inflația la energie, alimente, alcool și tutun) din regiune, mai mică chiar decât cea din Germania, și cea mai înaltă creștere a prețurilor la gaze, energie și combustibil solid și pentru încălzire în noiembrie 2021 (vezi graficele prezentate în J. P. Morgan, „Romania: Core Inflation Uptrend to Continue”, January 2022). Efectele cererii asupra inflației au fost minore. Totuși, în măsura în care majorările prețurilor unor produse energetice vor duce la creșterea anticipațiilor inflaționiste, care vor determina creșterea concomitentă a inflației prețurilor de consum și a salariilor, atunci va fi o indicație clară că natura inflației se schimbă.

Dacă inflația, în noua sa natură, va crește, BNR va continua să răspundă prin creșteri ale ratelor dobânzilor, cu pași chiar mai mari, dacă ar fi cazul.

**În acest punct revin la legătura cu politica fiscală.** Creșterea ratelor dobânzilor va tempera inflația și o va reduce spre țintă, dar nu va rămâne fără efecte negative. Datoriile celor împrumutați, populație sau guvern, vor crește nominal, dar vor scădea mai încet în termeni reali comparativ cu situația în care inflația ar fi mai mare. Am menționat deja că în acest caz politica fiscală trebuie să se angajeze pe o pantă de reducere a deficitelor bugetare dacă într-adevăr se dorește diminuarea inflației.

Programele fiscale prevăd o astfel de adaptare a politicii fiscale. Este programată o pantă de reducere a deficitelor bugetare structurale, creând impulsuri fiscale negative pentru următorii 2-3 ani sau chiar mai mult. Totuși, dacă politica fiscală nu va rămâne ferm angajată pe panta programată de reducere a deficitelor bugetare și a cheltuielilor publice, atunci deraierile de la acest curs vor alimenta anticipațiile inflaționiste, care vor crește ratele inflației. Această evoluție ar crea necesitatea unor rate ale dobânzilor de politică monetară mai mari, pentru a menține inflația pe panta descendentă. Situația ar deveni nesustenabilă dacă politica fiscală nu ar rămâne ferm fidelă planurilor de reducere a deficitelor bugetare și a datoriilor.

<sup>5</sup> Un șoc în prețurile energiei și gazelor poate apărea însă într-un moment în care există un excedent de cerere. Așa s-a întâmplat în cazul pandemiei, când reluarea mobilității în vara lui 2021 și stimulii monetari și fiscali au dus, împreună, la un excedent minor de cerere, care ar fi fost prematur să fie eliminat abrupt dată fiind perspectiva unor noi valuri pandemice. Aceasta înseamnă că deja rata dobânzii este sub nivelul natural și există un motiv pentru creșterea ratei dobânzii, dar acest motiv nu este șocul în prețurile energiei și gazului decât dacă – pentru că în acest caz este posibil – șocul duce rapid la creșterea anticipațiilor inflaționiste. De asemenea, ar trebui să luăm în considerare că dacă economia este în echilibru sau există un excedent de cerere, un șoc în oferta de gaz care duce la o creștere abruptă a prețurilor la energie și gaz poate face economic inutilizabilă o parte a capitalului înalt-intensiv în astfel de inputuri și oferta din întreaga economie scade sau continuă să crească, dar mai încet decât cererea. Atunci ar apărea stagflația, cu atât mai mult cu cât energia și gazul intră în fabricarea mai multor produse, făcând necesară creșterea ratei dobânzii.

Alte condiții rămânând constante, cu ambele politici aflate pe un curs de întărire, vor apărea unele efecte negative prin încetinirea creșterii investițiilor și a consumului. Reducerea ritmului de creștere economică se va reflecta în scăderea profiturilor sau în pierderea unor afaceri și, în final, în creșterea șomajului.

**Și totuși, în timp ce politica monetară și cea fiscală vor reduce inflația și deficitul bugetar spre nivelurile țintite, creșterea economică ar putea rămâne puternică.**

Guvernul are la îndemână un instrument care să îl ajute ca ajustările monetare făcute de banca centrală și propria politică fiscală, ambele necesare, să nu ducă la încetinirea creșterii economice sub potențial. Efectele contracționiste asociate cu reducerea inflației vor putea fi atenuate dacă guvernul va fi suficient de diligent în îndeplinirea criteriilor care condiționează accesul la resursele din PNRR.

PNRR este finanțat atât cu granturi, cât și cu datorie publică. În acest fel, el are potențialul ca atunci când este implementat să ducă atât la creșterea deficitelor de cont curent, prin majorarea importurilor pe perioada de aplicare, până în 2026, cât și la creșterea datoriei publice. Totuși, aceasta nu înseamnă că, exprimate ca procent din PIB, acestea trebuie să crească. În acest program, partea covârșitoare a resurselor este destinată investițiilor, mare parte în infrastructuri, ceea ce înseamnă că poate ajuta la accelerarea creșterii economice fără a duce la creșterea ponderii deficitului de cont curent sau a cheltuielilor publice în PIB.

Mai mult, investițiile din program pot influența atât rata naturală a producției, cât și rata efectivă a producției. În măsura în care le va influența în mod egal, programul nu va avea impact inflaționist.

Să nu călcăm pe greblă:  
avem inflație fiscală în România?\*

---

\* Articol publicat pe 12 februarie 2022 pe [www.luciancroitoru.ro](http://www.luciancroitoru.ro)



Motto:

„... economic theory makes clear that in an environment of uncertainty about future fiscal policy, monetary policy instruments may lose potency or have perverse effects ...“

Sims, 2011

„In a fiat money economy, inflation is a fiscal phenomenon, even more fundamentally than it is a monetary phenomenon. The value of fiat money always depends on public beliefs about fiscal policy under circumstances that are never observed in equilibrium“.

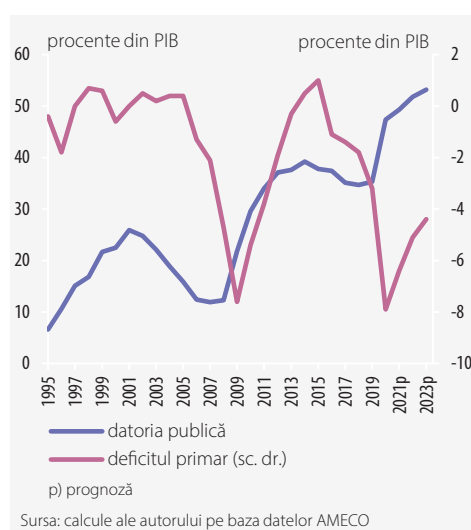
Sims, 1994

# 1. Introducere

Creșterile recente ale inflației în țările dezvoltate, în special în SUA, sunt de obicei explicate în principal prin doi factori: pe partea ofertei sunt accentuate creșterea prețurilor la gaze și energie electrică, precum și întreruperi în lanțurile de aprovizionare, iar pe partea cererii sunt evidențiați stimulii monetari și fiscali acordați în timpul pandemiei. De exemplu, în SUA sunt economiști care arată ferm că parte importantă din inflație a fost generată prin politica fiscală de tipul „bani din elicopter”. Leeper (2021) arată că un număr crescând de analize empirice, dintre care cele mai multe cu referire la SUA, aduc dovezi în favoarea ideii că politica fiscală este o sursă de inflație. Poate că una dintre cele mai îndrăznețe analize este aceea care sprijină cu date ideea că schimbarea politicii monetare în SUA s-a făcut odată cu venirea lui Volcker, dar că inflația a scăzut abia când și politica fiscală s-a schimbat și, în consecință, credințele agenților referitoare la suportul dat de politica fiscală s-au schimbat și ele (Bianchi și Iluț, 2017).

În România, explicațiile referitoare la inflația ce a crescut în ultimul an au vizat, de asemenea, influența covârșitoare a prețurilor la gaze, energie și combustibili, care explică aproape 80 la sută din creșterea inflației în anul 2021 față de cea din 2020 și puțin peste 50 la sută din nivelul inflației din anul 2021, dar au fost neclare, dacă nu absente, referitor la influența politicii fiscale. Această neclaritate a lăsat mai mult loc pentru suspiciunea că în măsura în care nu a venit pe partea ofertei, inflația a venit din cauza unui control insuficient din partea politicii monetare. Totuși, înainte ca o astfel de concluzie eronată să mute analiza într-o direcție greșită, de la care nu s-ar obține concluzii pentru rezolvarea problemelor, ar trebui să înțelegem corect ce rol a jucat și ar putea juca politica fiscală în evoluția inflației.

**Fig. 1.** Datoria publică și deficitul primar în România



Concret, ar trebui înțeles bine ce influență asupra inflației a venit de la creșterea deficitului bugetar în 2020 și de la rămânerea lui la un nivel relativ înalt în 2021. Ar trebui înțeles ce rol a avut faptul că raportul datorie publică/PIB a crescut față de 2019 cu 12,1 puncte procentuale în 2020 și cu încă 1,9 puncte procentuale în 2021 (prognoză a Comisiei Europene), ajungând la 49,3 la sută din PIB (prognoză a Comisiei Europene) – o creștere de 14 puncte procentuale față de 2019 (Fig. 1). Și, pentru ca tabloul să fie complet, ar trebui înțeles ce efect produc asupra inflației anticipațiile publicului referitoare la perspectivele politicii fiscale pentru anul 2022 și

pentru un orizont previzibil pentru câțiva ani de acum încolo, în contextul în care

pentru anii 2022 și 2023 sunt prognozate (Comisia Europeană) creșteri ale datoriei publice totalizând încă 3,9 puncte procentuale.

Cu toate că acestea sunt probleme reale, preocuparea pentru influența pe care componenta fiscală o are asupra inflației a rămas în plan secund în discursul public. O înțelegere adecvată de către politicieni, analiști și guvern a modului în care prețurile răspund la o eventuală discordanță între nivelul observat al datoriei publice și anticipațiile privind traiectoria valorii prezente a deficitelor/surplusurilor bugetare este esențială. În măsura în care inflația este determinată de discordanța aceasta, atunci inflația are și o componentă fiscală, a cărei magnitudine poate fi semnificativă.

O astfel de înțelegere este strict necesară pentru a se evita acumularea unei presiuni pentru ca banca centrală să crească rata dobânzii mai frecvent și mai agresiv decât ar fi justificat de rezultatul pe care l-ar putea atinge. Referitor la acest rezultat ce s-ar putea atinge se știe, așa cum voi explica imediat, că dacă există o dominanță fiscală asupra politicii monetare (o politică fiscală „activă”, Leeper, 1991), o creștere a ratelor dobânzilor poate rezulta în inflație. Acesta este un rezultat nedorit, a cărui natură este, repet, fiscală. Soluția la o astfel de problemă nu este amânarea creșterii ratelor dobânzii de politică monetară, ci creșterea lor și eliminarea dominanței fiscale. Acesta este sensul în care cele două politici trebuie să coopereze.

În continuare, mă voi referi mai întâi la mecanismul prin care, în viziunea teoriei fiscale a prețurilor<sup>1</sup>, politica fiscală poate să producă inflație și să complice sau chiar să împiedice pe termen lung stabilizarea inflației de către politica monetară. Cititorii care nu doresc să intre în detalii tehnice pot să treacă peste prima secțiune, dar să noteze afirmația teoriei fiscale a prețurilor conform căreia prețurile depind de raportul dintre datoria publică nominală și valoarea prezentă a surplusurilor bugetare reale anticipate. Astfel, datoria publică nu influențează inflația atunci când, oricare ar fi panta pe care ar putea să o urmeze prețurile, valoarea prezentă a deficitelor primare reale se ajustează suficient pentru a compensa modificarea datoriei publice nominale. Aceasta este constrângerea bugetară intertemporală a guvernului. Altfel, dacă nu respectă această constrângere, politica fiscală influențează prețurile pe ruta menționată<sup>2</sup>. În secțiunea a doua, prezint evoluția datoriei publice și a surplusurilor fiscale ca procent din PIB și sugerez că în perioadele 1992-1996, 2006-2008 și 2016-2021, politica fiscală a jucat un rol predominant în creșterea inflației de bază. Închei cu prezentarea concluziilor.

<sup>1</sup> Bazele acestei teorii au fost puse începând încă de acum patru decenii de Sargent și Wallace (1981), Leeper (1991, 2021), Sims (1994, 2011), Woodford (1995, 1996, 2001); Canzoneri, Cumby și Diba (2001); Cochrane (1998, 2001, 2021c) și mulți alții care le-au urmat programul de cercetare.

<sup>2</sup> Din definiția menționată rezultă clar că inflația la care se referă teoria este inflația pe partea cererii. O creștere/reducere a impozitelor indirecte, cum ar fi accizele sau TVA, pot produce inflație/deflație, dar aceasta ar fi o inflație/deflație determinată de un șoc pe partea ofertei.

## 2. Teoria fiscală a prețurilor și lista incompletă a lui Friedman

Recent Mervyn King, fost guvernator al Băncii Angliei, spunea, în concluzie la o critică a politicilor monetare bazate pe modele care tind să neglijeze rolul banilor în conducerea politicii monetare, că dacă băncile centrale vor să-și păstreze independența „ar trebui să accepte că ... mandatul lor este unul îngust”<sup>3</sup>.

Și Mario Blejer, fost guvernator al băncii centrale a Argentinei, spunea într-un articol din 2013 că cu cât mai multe obiective are banca centrală, cu atât mai repede își va pierde independența. Blejer făcea această observație pornind de la îngrijorarea pe care o producea angajarea băncilor centrale în operațiuni cvasifiscale. Toate aceste avertismente conțin mesajul că politica monetară ar trebui să aibă ca obiectiv central stabilitatea prețurilor.

Dar avertismentul pe care doresc să-l readuc în atenție în această perioadă în care criza din 2008 și mai ales pandemia au determinat serioase șocuri fiscale este exact acesta, că, date fiind circumstanțele, băncile centrale ar putea să nu atingă nici măcar obiectivul de inflație. Sargent și Wallace (1981) spuneau că lista lui Milton Friedman referitoare la ce nu poate face politica monetară pe termen lung (să controleze ratele nominale ale dobânzii, să controleze producția și să controleze șomajul) ar trebui extinsă pentru a include și inflația. Friedman (1968) nu a inclus inflația pe „lista” sa prezentată în *The Role of Monetary Policy* exact pentru că teoria cantitativă a banilor, pe care se baza, îi spunea că, la echilibru, în relația  $Mv=Py$ , dacă viteza de circulație a banilor ( $v$ ) și producția reală ( $y$ ) sunt constante, atunci o regulă de stabilire a ofertei de bani ( $M$ ) este suficientă pentru a determina prețurile ( $P$ ). În această teorie este implicit că politica fiscală se comportă într-o manieră în care nu va afecta prețurile și, implicit, cererea agregată ( $Py$ ). Cu alte cuvinte era implicit că guvernul va respecta constrângerea sa bugetară intertemporală.

Sargent și Wallace (1981) au arătat că politica monetară poate controla inflația sau nu în funcție de comportamentul politicii fiscale. În particular, în modelul lor, elaborat într-o perioadă în care monetarismul era la apogeu și băncile centrale controlau baza monetară, accentul este pus pe *seignorage*. Dacă banca centrală stabilește ferm o succesiune de modificări ale bazei monetare pentru o perioadă infinită, atunci politica fiscală poate finanța deficitul bugetar din *seignorage*-ul ce apare din urmarea aceluși plan și din emiterea de datorie publică. În acest caz, politica monetară poate atinge cu succes inflația dorită. Invers, dacă politica fiscală domină, în sensul că stabilește independent deficitul bugetar curent și o secvență de deficite/surplusuri viitoare pe o perioadă infinită, atunci banca centrală nu poate să evite să modifice baza monetară pentru a furniza în completare *seignorage*-ul necesar atunci când deficitul bugetar nu poate fi finanțat integral prin noi emisiuni de datorie, dat fiind că volumul de datorie pe care publicul îl acceptă este limitat. Ei au subliniat condițiile în care apare rezultatul

<sup>3</sup> Observația este actuală și vizează inclusiv ideea că introducerea de noi obiective referitoare la climă și egalitate este un drum spre pierderea independenței.

pe care am dori să-l evităm în România, și anume inflația și ratele dobânzilor să ajungă să fie concomitent înalte pentru o anumită perioadă.

Am utilizat cazul prezentat de Sargent și Wallace (1981) pentru a sublinia că politica monetară pierde, cel puțin parțial, controlul asupra prețurilor atunci când guvernul nu se supune constrângerii bugetare intertemporale care asigură că stocul de datorii este retras într-un anumit orizont de timp. Cu alte cuvinte, politica monetară pierde controlul asupra inflației dacă politica fiscală este „indisciplinată”, în sensul că nu face corecțiile necesare în secvența de deficite/surplusuri curente și viitoare, astfel încât să evite să forțeze banca centrală să modifice instrumentul său – în exemplul dat, baza monetară – în afara planului ei consistent cu stabilitatea prețurilor.

Am avut însă un motiv special pentru care am ales să încep cu modelul lor, și anume pentru a sublinia că nu este necesar ca banca centrală să fie în poziția descrisă de Sargent și Wallace (1981), adică în acea poziție în care nu adoptă de la început și ferm o traiectorie a instrumentului său și, din această cauză, nu poate forța politica fiscală să nu producă inflație. Woodford (1996) a utilizat un model neokeynesian pentru a produce un rezultat similar, inclusiv pe cel particular în care inflația înaltă și ratele dobânzilor înalte pot coexista, dacă inflația este de natură fiscală. Dar, în plus, a arătat că un șoc fiscal poate avea aceleași efecte inflaționiste, chiar dacă banca centrală este independentă și adoptă o regulă de politică monetară în avans, adică fără a fi dominată de politica fiscală (Woodford, 1996, p 20).

Discuția despre influența politicii fiscale asupra prețurilor nu este însă strict dependentă de tipul de model sau de teoria economică pe care se bazează acesta. În aproape orice model dedicat analizei inflației există o restricție referitoare la echilibrul intertemporal al bugetului public. Această restricție arată că echilibrul respectiv se menține dacă în orice perioadă, dată fiind o traiectorie a prețurilor, stocul curent nominal de datorii publice ( $B$ ) (rezultat al politicilor fiscale anterioare) este egal cu indicele curent al prețurilor ( $P$ ) înmulțit cu valoarea prezentă anticipată pe un orizont infinit a tuturor surplusurilor bugetare reale ( $s$ ) necesare pentru a retrage stocul curent de datorie (politici fiscale viitoare).

Menținerea echilibrului intertemporal al bugetului public este o cerință care derivă din comportamentele microeconomice ale agenților economici. Așa cum este prezentat foarte clar și riguros în literatură (Woodford, 1995 și 1996; Leeper, 1991 și 2021), legătura dintre politica monetară și politica fiscală este intermediată de restricția bugetară a sectorului privat<sup>4</sup>. Pentru a înțelege această legătură la un nivel intuitiv, în linie cu teoria standard, se poate presupune că gospodăriile au o restricție bugetară simplă, în care consumul ( $C$ ) trebuie să fie egal cu fluxul de fonduri (venituri) al gospodăriei plus avuția financiară reală sub forma stocului existent de obligațiuni ( $b$ ).

<sup>4</sup> Locul și rolul restricției bugetare a sectorului privat poate fi mai bine înțeles dacă ne referim la modul în care se conduce în prezent politica monetară, pornind de la un model standard neokeynesian stocastic de echilibru general (Clarida *et al.* 1999; Woodford, 2003; Galí, 2015; Walsh, 2010). Acest model conține o ecuație a cererii, care este dedusă din comportamentul optim al gospodăriilor, și o ecuație a ofertei, care este dedusă din comportamentul optimizator al firmelor și din deciziile gospodăriilor referitoare la oferta de muncă, și care definește inflația. Restricția bugetară a gospodăriilor limitează condițiile în care gospodăria reprezentativă maximizează utilitatea pe care o are de la consum și timp liber. Sistemul celor două ecuații este rezolvat prin introducerea unei ecuații care determină ratele dobânzilor de politică monetară și, astfel, se obțin valorile de echilibru pentru cerere și pentru inflație. În acest cadru, ipoteza este aceea că atunci când se implementează traiectoria ratelor dobânzii de către politica monetară, restricția bugetară a sectorului privat este respectată, ceea ce este posibil numai dacă guvernul îndeplinește restricția sa bugetară, adică va face ajustările compatibile cu nivelurile de echilibru ale cererii, inflației și ratelor dobânzii.

Pentru mai multă claritate, fluxul de fonduri este alcătuit, să admitem, din venituri brute ( $y$ ), din impozite nete ( $t$ ) (impozite minus cheltuieli ale guvernului adresate gospodăriilor, cum ar fi transferurile) și din dobânzi reale încasate din deținerea de obligațiuni ( $i$ ) (vezi Leeper (2021) pentru exprimarea precisă în ecuații a acestor relații). Pe un orizont infinit, această restricție spune că la fiecare moment valoarea prezentă anticipată a consumului este egală cu valoarea prezentă anticipată a fluxului de venituri plus valoarea reală a stocului de obligațiuni existent la momentul respectiv. Intuiția din spatele acestei restricții este aceea că pe termen lung consumul este finanțat din venitul disponibil.

Toate deciziile luate de sectorul privat sunt limitate de restricția sa bugetară. Ea nu acționează ca un plafon, ci ca o limită precisă, căci este o condiție ca sectorul privat să-și epuizeze bugetul pentru ca prețurile și dobânzile să fie cele de echilibru. În această restricție, guvernul are rolul său prin valoarea prezentă anticipată a impozitelor, prin valoarea prezentă a ratelor reale plătite pentru obligațiuni, și prin valoarea reală a stocului de obligațiuni la un anumit moment. Exact pentru că este prezent în această restricție care determină condițiile de echilibru, guvernul știe magnitudinea ajustărilor pe care trebuie să le facă. De exemplu, dacă, politica monetară stabilește o traiectorie în creștere a ratelor dobânzilor de politică monetară pentru a reduce inflația, atunci atât valoarea reală a obligațiunilor deținute, cât și cea a dobânzilor reale primite de gospodării vor crește. Dacă ar fi cheltuite, aceste venituri crescute ar duce la creșterea cererii agregate, ceea ce intră în contradicție cu scopul politicii monetare.

Totuși, în oglindă, veniturile mai mari pentru sectorul privat sunt în final cheltuieli mai mari decât cele asumate de guvern referitor la valoarea prezentă anticipată a dobânzilor plătite publicului și creșteri ale stocului real de datorie publică. Aici intervenți anticipațiile referitoare la acțiunile guvernului. Dacă sectorul privat anticipează că guvernul va ajusta valoarea prezentă anticipată a impozitelor nete astfel încât să compenseze exact modificarea valorii prezente a dobânzilor reale și a valorii stocului de obligațiuni, atunci restricția bugetară a sectorului privat este realizată, iar politica monetară poate influența cererea exact cum dorește<sup>5</sup>. Cu alte cuvinte, în practică, sectorul privat poate să respecte restricția sa bugetară, care condiționează toate comportamentele și deciziile microeconomice referitoare la nivelul de echilibru al cererii, al inflației și al ratelor dobânzilor, doar dacă guvernul își respectă restricția sa bugetară intertemporală. Dacă valorile prezente anticipate ale impozitelor nete și ale ratelor reale ale dobânzii sunt considerate împreună, ele dau valoarea prezentă anticipată a surplusului/deficitului bugetar primar, care, având în vedere prețurile prevalente la fiecare moment de timp, trebuie să fie egală cu valoarea nominală a datoriilor publice la momentul respectiv.

Având această constrângere bugetară intertemporală a guvernului reamintită, putem înțelege regimul în care acționează interacțiunea dintre politica monetară și politica fiscală, care implică în mod necesar *credințele* publicului cu privire la cele două politici. Pentru a înțelege cele două credințe și ce legătură au ele cu regimurile

<sup>5</sup> Acest rezultat este bine documentat în Leeper, 1991 și 2021; Sims, 1994 și 2011; Woodford, 1995 și 1996; Cochrane, 1998 și 2001; Bianchi și Illuț, 2017.

posibile trebuie mai întâi să menționăm că deși se numește pretențios „constrângere bugetară”, ducând cu gândul la o forță careia nu i te poți sustrage, restricția referitoare la echilibrul intertemporal al bugetului public nu este nimic altceva decât o alegere pe care guvernul ar trebui să o facă dacă dorește să-și respecte angajamentul de a returna în termeni reali datoriile emise și angajamentul față de independența băncii centrale și față de ținta de inflație. Dar nu este în niciun caz o restricție.

În al doilea rând, trebuie menționat că restricția bugetară intertemporală a guvernului (adică teoria fiscală a prețurilor – TFP) seamănă cu teoria cantitativă a banilor (TCB). Ambele sunt foarte simple și, din moment ce restricția guvernului există în aproape toate modelele referitoare la inflație, comparația dintre cele două ajută la înțelegerea regimului de politică. În TCB, avem egalitatea  $Mv=Py$ , iar în TFP avem  $B=Ps$ , unde  $B$  este datoria publică nominală, iar  $s$  este valoarea prezentă a surplusurilor reale. În TCB politica monetară (care stabilește  $M$ ) are efectul scontat asupra cererii și implicit asupra prețurilor doar dacă  $B=Ps$  pentru că  $s$  se ajustează. Dacă publicul crede că  $s$  se ajustează întotdeauna pentru ca  $B=Ps$  să țină, atunci și politica monetară și politica fiscală vor fi credibile. De aici deducem o concluzie în linie cu al doilea citat pe care l-am dat din Sims (1994), și anume că anticipațiile privind politica fiscală sunt esențiale pentru stabilizarea inflației și, implicit pentru anticipațiile inflaționiste. În consecință, regulile fiscale sunt esențiale pentru inflație și pentru regulile de politică monetară.

Cele două regimuri de politică se disting, în consecință, în funcție de existența sau nu a unei reguli fiscale. Dacă, indiferent de traiectoria ratelor dobânzilor și, respectiv, a inflației, orice modificare a datoriei publice este însoțită de o schimbare identică în valoarea prezentă a surplusurilor reale anticipate, atunci politica fiscală nu afectează cererea din economie și, în consecință, nu impactează inflația. Acest regim, bazat pe regula că întotdeauna  $s$  se ajustează pentru ca relația  $B=Ps$  să țină, este denumit de unii economiști „regim dominat de bani” (Canzoneri *et al.*, 1998), iar de alții (Woodford, 1995; Cochrane, 1998; 2021c) regim „ricardian” sau, uneori, regim „fiscal”. Leeper (1991) spune că în acest caz politica fiscală este „pasivă”. Într-un astfel de regim, cererea agregată este influențată doar de politica monetară, așa cum am explicat mai sus.

Celălalt regim este cel non-ricardian. El apare dacă guvernul alege să nu răspundă la traiectoria ratelor dobânzii stabilite de banca centrală prin ajustarea valorii prezente a surplusurilor primare reale anticipate cu aceeași valoare ca și datoriile publice. În terminologia lui Leeper (1991), politica fiscală este „activă”. În acest caz, efectele contrare celor dorite de banca centrală asupra cererii pe care le produce modificarea ratelor nominale ale dobânzilor nu mai sunt compensate. Insuficienta ajustare a surplusurilor trebuie compensată de modificarea prețurilor. De exemplu, dacă datoria publică crește, dar suma anticipată a valorii prezente a surplusurilor nu se modifică deloc, pe termen foarte scurt prețurile ar crește cu exact aceeași viteză ca datoriile (Woodford, 1995; Cochrane, 1998).

### 3. Politica fiscală și inflația în România

Atenția relativ redusă pe care analizele au dat-o influenței pe care politica fiscală a exercitat-o asupra prețurilor după criza din 2008, dar mai ales în timpul pandemiei (2020 și 2021), este parțial justificată deoarece în general, în decursul timpului, în țările dezvoltate regimurile au tins să fie ricardiene<sup>6</sup>, cel puțin în SUA și alte state dezvoltate.

Și în România, în unele perioade, a avut loc aceeași tendință. Mai ales sub influența acordurilor cu FMI, Banca Mondială și, mai recent, UE, și uneori din proprie inițiativă, politica noastră fiscală a tins să asigure o modificare a valorii prezente a surplusurilor fiscale în linie cu modificarea datoriei publice. Cu alte cuvinte, politica fiscală a fost pasivă referitor la influențarea prețurilor. În acest context, după ce a devenit independentă după aprobarea Legii nr. 312/2004, politica monetară a putut să aibă un control adecvat asupra modificării prețurilor în măsura în care acestea tindeau să fie influențate de excedentul de cerere și, foarte important, în măsura în care regimul de politici tindea să fie ricardian.

Pentru România pot fi date exemple de perioade în care politicile fiscale au fost văzute mai degrabă ca ricardiene sau mai degrabă ca non-ricardiene. Pentru a da aceste exemple trebuie însă precizat că aceste concepte se aplică în condițiile în care în economie funcționează restricții bugetare tari, adică agenții economici acționează în limita restricțiilor lor bugetare individuale și își achită permanent datoriile, firmele iau decizii în mod liber în toate privințele, inclusiv în stabilirea prețurilor. Fără aceste condiții îndeplinite, deficitul bugetar *headline* al guvernului nu este un bun indicator al excedentului de cerere pe care guvernul îl adaugă la cererea agregată.

Aceste condiții nu erau îndeplinite în totalitate în fostele țări socialiste, cel puțin în faza de început a tranziției la economia de piață. Dezmembrarea sistemului planificării centralizate începând cu 1990 nu a putut fi imediat înlocuită cu un sistem de piață, astfel că pentru un număr de ani ce acoperă aproximativ perioada 1990-1996 a existat o mare componentă cvasifiscală, care consta în subvenții implicite generate de rate negative ale dobânzilor, de supraevaluarea ratei de schimb și de restricții asupra selecției de portofolii a instituțiilor financiare de stat, ce au fost înlăturate treptat după 1990. În acest fel, deficitul bugetar *headline* avea valori relativ mici, dar componenta cvasifiscală a sectorului public avea valori relativ înalte, ca procent din PIB. Astfel, un deficit bugetar mic al guvernului era asociat cu o inflație foarte mare, ceea ce putea crea impresia că inflația nu era influențată de politica fiscală.

În Tabelul 1 sunt prezentate comparativ soldurile bugetului general al guvernului și soldurile nominale și reale ale sectorului public consolidat. Soldurile consolidate sunt astfel calculate încât să țină cont de subvențiile implicite oferite prin rata de schimb și prin ratele reale negative. Datele sprijină două concluzii. Prima este aceea că inflația mare din perioada respectivă, care avea o importantă componentă venind din liberalizarea prețurilor, era slab corelată cu deficitul bugetar al guvernului,

<sup>6</sup> Vezi lucrările empirice menționate în Leeper (2021) dedicate confirmării rezultatelor teoretice conform cărora politica fiscală este o sursă de inflație de bază. În plus, vezi Canzonery, Cumby și Diba (1998) și Kremers (1989).



dar erau bine corelată cu deficitele mult mai mari ale sectorului public consolidat (guvern și banca centrală). Se vede că deficitele nominale și reale au fost în bună măsură finanțate monetar, ceea ce arată că regimul politicilor era non-ricardian. A doua concluzie este aceea că guvernul și banca centrală au făcut ajustări treptate pentru a putea reduce dependența deficitului public de finanțarea monetară și pentru a crea reguli fiscale mai bune, care au creat condițiile ca politicile să opereze într-un regim care a căpătat treptat, spre finalul perioadei, caracteristicile pentru a se apropia de unul ricardian.

**Tabel 1.** Deficitul guvernamental, deficitul sectorului public consolidat și inflația în perioada 1991-1995

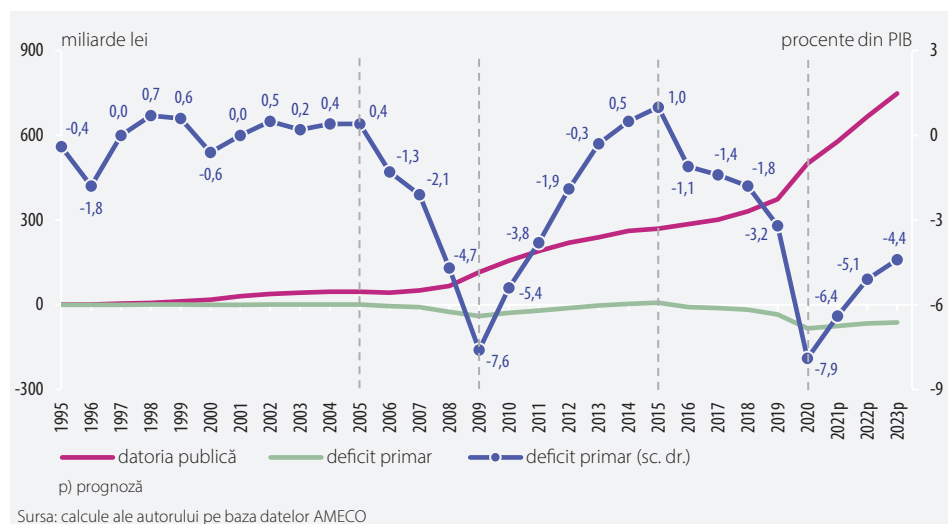
	1991	1992	1993	1994	1995
Soldul bugetar al guvernului (% din PIB)	3,1	-4,6	-0,4	-2,0	-2,6
Rata inflației (%)	170,2	210,4	256,1	136,7	32,3
Deficitul consolidat nominal (% din PIB), <i>din care:</i>	2,1*	8,2 (8,0*)	1,6	4,6	3,5
Finanțarea monetară (% din PIB)	2,1*	8,2 (9,1*)	0,6	3,2	0,2
Deficitul consolidat real (% din PIB), <i>din care:</i>	-	20,1 (21,5*)	11,6	7,1	5,0
Finanțarea monetară (% din PIB)	-	15,7 (17,2*)	6,1	5,0	1,4

Notă: Pentru anii 1991 și 1992 am inclus și datele prezentate în *Romania: Fiscal policy in the Transition Report* No. 11878-RO, World Bank, November 1993, p. 7 și 10. Datele din acel *Raport* sunt marcate cu \*. *Raportul* a fost discutat cu autoritățile române în septembrie 1993. La *Raport* au contribuit: Ritu Anand; Lawrence Bouton; Fabrizio Coricelli; David Sewell; Cornel Târhoacă; Alfredo Thorne; Sweder von Wijnbergen (consultant).

Sursa: Croitoru (2003), pp. 300-303

În Fig. 2 este prezentată evoluția datoriei publice nominale și a echilibrelor primare ale guvernului după anul 1995. Datele sugerează că, probabil, politica fiscală a operat într-un cadru non-ricardian, adică a determinat în mare măsură inflația de bază în alte două perioade după 1995, și anume în 2006-2008 și în 2016-2021. Similar, datele sugerează însă că, probabil, politica fiscală s-a desfășurat într-un cadru ricardian, făcând loc politicii monetare să aibă control înalt asupra inflației de bază în perioadele 2001-2005 și 2010-2015.

**Fig. 2.** Datoria publică nominală și deficite fiscale primare în România

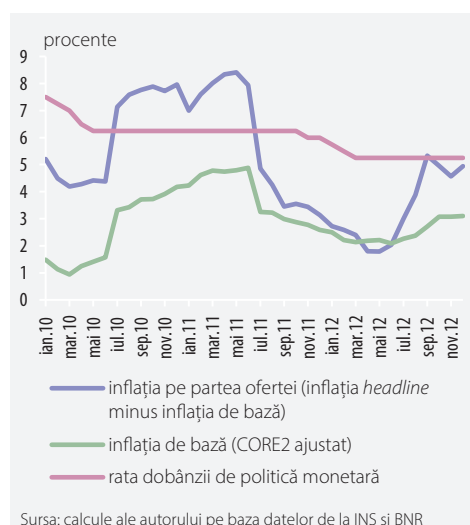


Este nevoie de teste econometrice pentru a stabili dacă odată cu creșterea datoriei publice au apărut constrângeri din partea creditorilor privați care să influențeze conducerea politicii fiscale după 1995 în regim ricardian. În primul rând, pentru a face astfel de teste ar fi nevoie de serii de date mult mai lungi.

Totuși, pot să fac afirmația că politica fiscală a fost influențată uneori de constrângerile asupra deficitelor bugetare agreeate în acordurile cu instituții financiare ca FMI, Banca Mondială sau cu UE. Se vede destul de clar că perioadele în care au avut loc deteriorări ale deficitelor primare și accelerări ale creșterii datoriei publice (ceea ce sugerează mai degrabă cadre non-ricardiene) au fost acelea în care nu au existat acorduri sau, dacă au existat, nu au fost finalizate. În schimb, disciplina fiscală a fost respectată în perioadele în care acordurile s-au suprapus cu perioade premergătoare atingerii unor obiective strategice. De exemplu, programul economic prevăzut într-un acord cu FMI s-a încheiat cu succes în 2004 pentru că obiectivul major acolo a fost aderarea României la NATO. Asta explică bine de ce politica fiscală a fost „pasivă”, adică doar a acompaniat politica monetară.

În schimb, după 2005 devenise destul de clar că România va deveni membră a UE, astfel că acordul cu FMI încheiat în 2005 nu a fost finalizat, deficitul primar crescând continuu după 2005 și până în 2008, când a venit criza, adâncind deficitul primar în anul 2009 (Fig. 2). Pentru o perioadă, sub influența mare a intrărilor de capital și a aprecierii leului, inflația de bază anuală a continuat să coboare, de la 4,7 la sută în decembrie 2005 la 2,4 la sută în iulie 2007. Atunci a izbucnit criza financiară globală. În paralel, bugetul consolidat al guvernului a trecut de la un surplus primar de 0,4 la sută din PIB în 2005 la un deficit de 4,7 la sută din PIB în 2008, înainte de a deveni cert că România va intra în recesiune. Inflația de bază (CORE2 ajustat) a crescut de la 2,4 la sută în iulie 2007 la 8,1 la sută în iulie 2008.

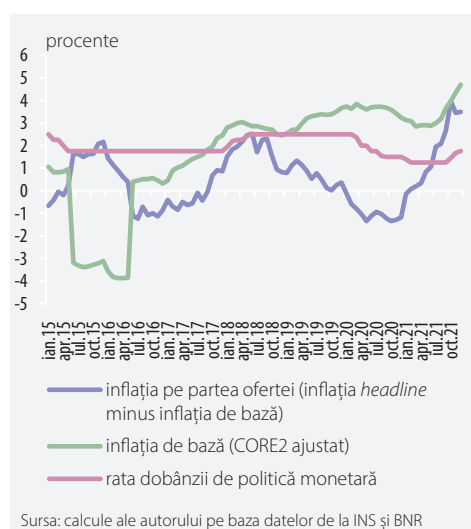
**Fig. 3.** Inflația de bază, inflația pe partea ofertei și rata dobânzii de politică monetară în România în perioada 2010-2012



Cei ce apreciază măsura în care politica monetară a atins țintele de inflație trebuie să țină cont atât de șocurile pe partea ofertei, cât și de caracterul „activ” sau „pasiv” al politicii fiscale. În acele perioade în care au loc șocuri frecvente și puternice pe partea ofertei, politica monetară poate să rateze ținta chiar dacă politica fiscală operează în regim ricardian. Un exemplu recent este cel în care, începând cu iulie 2010, a fost crescută taxa pe valoarea adăugată și au fost reduse salariile și unele sporuri în sectorul bugetar. Acea politică fiscală intenționa să corecteze derapajele fiscale din perioada 2006-2008, lăsând să se înțeleagă că va urma o perioadă în care deficitul bugetar primar vor scădea. Acea politică fiscală nu a produs

o creștere a prețurilor prin alterarea cadrului ricardian, adică nu a produs o inflație fiscală, pe partea cererii. Acea politică a produs o creștere a prețurilor prin creșterea TVA, care a fost un șoc pe partea ofertei, astfel că inflația de bază a fost influențată și a crescut de la 1,6 la sută în iunie 2010 la 4,2 la sută în decembrie 2010 și la un vârf temporar de 4,9 în iunie 2011, peste limita superioară (de la momentul respectiv) a intervalului țintei BNR, de 3,0 la sută  $\pm 1$  punct procentual (Fig. 3). Banca centrală a înțeles natura dată de ofertă inflației și nu a crescut rata dobânzii, menținând-o la 6,25 la sută în perioada mai 2010 – octombrie 2011.

**Fig. 4.** Inflația de bază, inflația pe partea ofertei și rata dobânzii de politică monetară în România în perioada 2015-2021



Politica fiscală a exercitat din nou o influență mare asupra inflației încă din anul 2016. Imediat ce șocul generat de reducerea TVA în iunie 2015 a dispărut în iulie 2016, creșterea deficitelor fiscale determinată de politica *wage-led growth* și de alte reduceri de impozite<sup>7</sup> a fost acompaniată de discursuri referitoare la regulile fiscale prea stringente impuse de UE pentru a limita deficitele bugetare la 3 la sută din PIB. Acele discuții au alimentat anticipațiile conform cărora valoarea prezentă a deficitelor/surplusurilor primare anticipate nu se va ajusta corespunzător pentru a compensa creșterea datoriei publice nominale. Într-adevăr, ex post se poate vedea că soldurile primare nominale au scăzut gradual de la +1 la sută din PIB în 2015 la -3,2 la sută în 2019. Se vede

în Fig. 4 că inflația de bază a avut o tendință de creștere care a început în 2017 și a continuat până în 2019.

Și inflația de bază din anii 2020 și 2021 a avut o componentă importantă venită de la creșterea datoriei publice ca procent din PIB cu peste 12 puncte procentuale în anul 2020, din cauza pandemiei. Creșterea datoriei publice determinată de majorarea deficitului primar de la 3,2 la sută din PIB în 2019 la 7,9 la sută din PIB în 2020, ca răspuns la șocul pandemic, este o accentuare, sub imperiul circumstanțelor impuse de pandemie, a caracterului non-ricardian al politicilor. Anticipațiile referitoare la panta ajustării valorii actualizate a deficitelor/surplusurilor bugetare viitoare s-au deteriorat.

Deteriorarea acestor anticipații cu privire la valori prezente ale deficitelor primare creează inflație la momentul deteriorării. Astfel, în ciuda recesiunii din 2020, inflația de bază a coborât cu doar 0,5 puncte procentuale, de la 3,7 la sută în decembrie 2019 la

<sup>7</sup> În iunie 2015 TVA la alimente a fost redusă de la 24 la sută la 9 la sută. Aceasta a fost urmată de o reducere a cotei standard de TVA de la 24 la sută la 20 la sută începând cu 1 ianuarie 2016 și de încă o reducere a acesteia cu 1 punct procentual, până la 19 la sută de la 1 ianuarie 2017. Dar, repet ce am spus în nota de subsol 2, deși măsurile respective au un efect direct și imediat asupra inflației, ele nu reduc capacitatea politicii monetare de a stabili prețurile, deoarece sunt șocuri pe partea ofertei.

3,2 la sută în decembrie 2020, sau cu doar 1 punct procentual în perioada martie 2020 – martie 2021, de la 3,8 la sută la 2,8 la sută, stagnând până în iunie. Inflația de bază a început să crească în iulie 2021 și a urcat la 4,7 la sută în decembrie 2021. În anul 2021, inflația de bază a crescut cu 2,5 puncte procentuale, în timp ce deficitul bugetar primar s-a redus cu 1,5 puncte procentuale. În timp ce reducerea deficitului bugetar primar a fost în 2021 chiar mai mare decât cea programată de guvern, probabil că totuși valoarea prezentă a deficitelor reale anticipate a rămas sub nivelul necesar pentru a compensa pe deplin creșterea valorii nominale a datoriei publice.

O comparație (vezi Tabel 2) între recesiunile din 2009 și din 2020 poate fi sugestivă pentru rolul jucat de politica fiscală în determinarea inflației. În recesiunea din 2009, inflația anuală de bază a scăzut din martie 2009 până în martie 2010 cu 5,2 puncte procentuale. În recesiunea din 2020, inflația a scăzut din martie 2020 până în martie 2021 cu doar 1 punct procentual. Totodată, în recesiunea din 2009, datoria publică a crescut față de anul anterior cu 73,6 la sută, iar în anul 2020 aceasta a crescut față de anul anterior cu doar 33,8 la sută. Este probabil ca aceste evoluții să fie explicate de ajustările foarte diferite în anticipațiile referitoare la valorile prezente ale deficitelor/surplusurilor reale anticipate. În 2010, măsurile de reducere a deficitelor au determinat o ajustare mult mai mare a valorii prezente a surplusurilor reale anticipate, astfel că a compensat mult din creșterea datoriei publice, fără a produce o inflație semnificativă. În schimb, probabil că în 2020 ajustarea valorii prezente a deficitelor reale anticipate a fost comparativ mult mai mică, producând mai multă inflație.

**Tabel 2.** Variația datoriei publice și a inflației de bază în România în ultimele două recesiuni

	2009 (recesiune)	2010	2020 (recesiune)	2021
Creșterea nominală a datoriei publice față de anul anterior (%)	73,6	35,4	33,8	15,6
Creșterea deficitului bugetar primar real față de anul anterior (%)	63,4	-29,7	146,2	-12,9
Variația deficitului bugetar primar exprimat ca procent din PIB (pp)	2,9	-2,2	4,7	-1,5
Impulsul fiscal (pp)	0,3		2,3	
Rata dobânzii de politică monetară în martie (%)	9,71	7,0	2,35	1,25
Inflația de bază și inflația <i>headline</i> (paranteză) în luna martie (%)	6,1 (6,7)	0,9 (4,2)	3,8 (3,1)	2,8 (3,0)

Notă: Deficitul real este calculat prin deflatare cu indicele mediu al prețurilor de consum.

Sursa: BNR; AMECO; calcule ale autorului

Din relația de echilibru care ar trebui să existe între datoria publică și produsul dintre nivelul prețurilor și suma anticipată a valorii prezente a surplusului curent și a celor viitoare rezultă clar că anticiparea de deficite viitoare creează inflație de bază în prezent. Datele prezentate în Tabelul 2 sprijină o astfel de concluzie.

## 4. Concluzii

Prin reamintirea argumentelor care stau la baza influenței pe care politica fiscală o poate exercita asupra prețurilor, prin intermediul raportului dintre datoria publică și valoarea prezentă a surplusurilor anticipate am vrut să subliniez că în esență capacitatea politicii fiscale de a pune obstacole în calea stabilizării prețurilor vine de la domeniul ei de intersecție cu politica monetară, și anume cererea din economie. Ambele politici pot influența cererea agregată și, din acest motiv, pot fi în conflict. Dacă în timp ce își atinge obiectivele sale, pornind de la echilibru, guvernul decide să nu își respecte constrângerea bugetară intertemporală, atunci politica fiscală poate crea probleme politicii monetare, ceea ce nu înseamnă că politica monetară nu va reacționa la creșterea inflației.

Creșterea datoriilor publice concomitent cu creșterea deficitului primar de la 3,2 la sută în 2019 la 7,9 la sută din PIB în 2020, ca răspuns la șocul pandemic, este o schimbare a cadrului spre non-ricardian.

În 2020 anticipațiile referitoare la viitoarele deficite primare reale au produs, în opinia mea, inflație. Creșterea datoriei publice în perioada pandemiei și incertitudinea referitoare la ce traiectorie vor urma ajustările deficitelor primare reale, care *de facto* indică incertitudini referitoare la respectarea regulilor fiscale, sunt un indiciu că politica fiscală a produs inflație.

Probabil că același efect a apărut și în 2021, dat fiind faptul că s-au anticipat deficite primare în scădere dar, probabil, insuficiente pentru a asigura resorbția datoriilor la valoarea reală promisă și așteptată de investitori. Ajustările *de facto* ale deficitului bugetar *headline* și a celui primar în 2021 au fost mai bune decât cele planificate. În timp ce acest lucru este lăudabil și util, nu trebuie uitat că ceea ce contează sunt ajustările necesare pentru ca politica fiscală să rămână „pasivă”. Probabil că reducerile respective au fost percepute la momentul respectiv ca insuficiente și întreaga valoare prezentă a surplusurilor primare reale anticipate a rămas insuficientă în raport cu dimensiunile necesare pentru a compensa creșterea datoriei nominale și a nu produce inflație pe partea cererii.

Pentru a reduce inflația, BNR va trebui să continue întărirea politicii monetare. Odată ce inflația va începe să coboare, valoarea reală a datoriei publice va începe să crească în termeni reali. Pentru ca politica monetară să poată atinge ținta de inflație, politica fiscală va trebui să răspundă prin măsuri care să convingă publicul că valoarea prezentă a surplusurilor bugetare primare reale va crește în aceeași măsură. Altfel, politica fiscală va produce inflație.

Reducerea deficitelor bugetare primare reale în ritmul necesar sau trecerea la surplusuri este întotdeauna o alegere grea, deoarece se referă la creșteri de impozite și la reduceri de cheltuieli. Dar fără aceste eforturi, guvernul va produce inflație și va întâmpina dificultăți tot mai mari în a se împrumuta. Aceasta va destabiliza anticipațiile referitoare la respectarea constrângerii bugetare intertemporale a guvernului.

Stabilizarea anticipațiilor referitoare la politicile fiscale viitoare sunt esențiale pentru stabilitatea prețurilor. În acest scop, discursurile trebuie să fie adecvate și întotdeauna însoțite de fapte care să le facă credibile. În România, experiența din 2010 este relevantă. Atunci, anticipațiile fiscale s-au stabilizat, ceea ce probabil că a dus la restaurarea unui regim ricardian în economie.

În schimb, când au fost ghidate de teoria *wage-led growth*, discursurile și acțiunile de politică fiscală au dezancorat anticipațiile fiscale în intervalul 2016-2019, explicând în cea mai mare proporție creșterea inflației de bază din acea perioadă.

În România, dat fiind că inflația de bază are o importantă componentă fiscală, suntem din nou într-o perioadă în care este nevoie de stabilizarea anticipațiilor fiscale pentru a reveni la un regim ricardian al politicilor. Pentru aceasta este nevoie de ajustări dureroase ale deficitelor/surplusurilor bugetare ghidate de reguli (norme) fiscale bune. Anticipațiile inflaționiste pe termen lung depind de norme fiscale (Leeper, 2021).

Dar deciziile sunt politice și au nevoie de un consens. Esența consensului constă în aderarea sau nu la reguli fiscale bune. Deocamdată, acest consens politic pentru reguli bune este dificil de obținut.

Contextul este complicat și de faptul că în prezent are loc un proces de erodare a regulilor fiscale chiar în unele țări dezvoltate. Această erodare reflectă, în profunzimi, o erodare a consensului politic pentru reguli bune. O regulă este bună atunci când alimentează credințele publicului că guvernul va acționa întotdeauna pentru a-și plăti datoriile utilizând resurse reale, nu inflația.

Standardul aur a fost o regulă bună din această perspectivă și de aceea, în întreaga perioadă 1800-2021, perioada cu cea mai stabilă inflație a prețurilor de consum, a activelor și ratelor dobânzilor a fost în perioada de glorie a standardului aur, și anume 1873-1913 (Vlieghe, 2019), când *spiritul liberal* încă predomina.

În prezent, guvernele au monopolul asupra banilor de hârtie fără acoperire în aur sau alt bun. Tehnic, decidenții pot să acopere extinderea obligațiilor lor nominale cu impozite, dar nu există o garanție intrinsecă în acest sens. Există, de exemplu, perioade în care este dificil ca inflația să crească la nivelurile dorite, astfel că există posibilitatea ca un regim non-ricardian (adică o creștere a deficitelor fără acoperire în viitoare surplusuri primare reale) să ajute la creșterea cererii și a inflației, dar practicarea lui ar distorsiona alocarea resurselor. Este experiența din timpul politicilor fiscale din anii 1930 promovate de Roosevelt (pentru o interpretare a acelor politici prin prisma teoriei fiscale a prețurilor vezi Jacobson *et al.*, 2019). Probabil că acesta a fost motivul pentru care în țările dezvoltate, care s-au confruntat cu inflație sub nivelul dorit și cu anticipații inflaționiste scăzute în perioada 2008-2019, relaxările cantitative ce ținteau la creșterea cererii și a inflației au fost acompaniate de discursuri ale bancherilor centrali referitoare la revenirea rapidă la deficite bugetare reduse (Cochrane, 2010), ceea ce nu a ajutat la formarea anticipațiilor fiscale care să împingă inflația la nivelurile dorite. Este esențial ca societatea să adopte reguli fiscale care să

asigure că regimul de politici macroeconomice este ricardian. Dar, dincolo de cerința pentru un regim ricardian, contează calitatea ajustării.

O ajustare la creșterea datoriilor publice prin creșterea ratelor de impozitare fără a exista o limită referitoare la datoria publică exprimată ca procent din PIB va asigura pasivitatea politicii fiscale, de exemplu prin mecanismul compensării efectului de avuție, dar va eroda pe termen lung stimulentele pentru muncă și investiții dacă ratele de impozitare vor crește. În final, creșterea economică va fi mai joasă și la fel va fi și baza de impozitare. Există și o altă perspectivă pentru care nu este indiferent dacă regimul de politică este ricardian (adică datoriile guvernamentale sunt tratate ca pasive reale) la un nivel al cheltuielilor publice de 35 la sută din PIB sau la 55 la sută. Această perspectivă este următoarea: o pondere prea mare a cheltuielilor publice înseamnă o interferență mai mare cu ordinea spontană, adică cu societatea și libertatea ei economică, ceea ce va duce la încetinirea creșterii productivității și a celei economice. În fine, în teoria fiscală a prețurilor, ajustarea valorii prezente a surplusurilor anticipate pentru a compensa în totalitate creșterea datoriilor nominale se face prin creșterea impozitelor doar pentru că se presupune implicit că sunt epuizate toate posibilitățile de reducere a cheltuielilor și de maximizare a colectării veniturilor bugetare. Atât timp cât această ipoteză nu este îndeplinită, creșterea impozitelor este întotdeauna ultima soluție.

Într-un sistem democratic în care guvernul deține monopolul asupra emisiunii de bani de hârtie, o regulă fiscală bună are ca esență identificarea cheltuielilor publice pe care publicul dorește să le finanțeze cu proprii bani, prin impozite. Este singura modalitate viabilă prin care, în democrație, se poate limita creșterea cheltuielilor publice ca procent din PIB și, astfel, a datoriilor guvernamentale.

În consecință, cheia la problema inflației acum și oricând este găsirea unui consens pentru reguli fiscale bune. Altfel, anticipațiile fiscale se vor dezancora și se vor transfera în inflație și anticipații inflaționiste. Consensul pentru reguli bune pare să fie dificil de obținut nu numai în România, dar și în zona euro și în SUA. În special în Europa, problema este complicată deoarece în zona euro segregarea *de facto* în termeni de competitivitate se reflectă și în segregarea referitoare la tipul de reguli fiscale ce ar trebui urmat.

În democrație, consensul pentru reguli fiscale cu adevărat bune nu poate fi găsit până când nu se va regăsi spiritul liberal economic, pe care parcă societatea l-a pierdut, mai ales după criza din 2008. Fără acest spirit, teorii ca „Teoria Modernă a Banilor” va otrăvi mințile oamenilor suficient pentru a produce un dezastru fiscal și economic. Din păcate, orientarea din prezent merge în direcția opusă regăsirii spiritului liberal. Ea se numește „a treia cale”, ce are în centru redistribuirea ghidată de obiectivul iluzoriu al egalității economice. Din păcate, lecția anilor 1960 și 1970, în care inflația era produsă din cauza regulilor fiscale și monetare eronate, a fost uitată.

# Bibliografie

- Acemoglu, Daron  
Suresh, Naidu  
Restrepo, Pascual  
Robinson, A. James  
„Democracy, Redistribution, and Inequality”, in Handbook of Income Distribution, Vol. 2B, Elsevier B. V. ISSN 1574-0056, <http://dx.doi.org/10.1016/B978-0-444-59429-7.00022> (accesat în 19 august 2021), 2015, pp. 1886-1966
- Amato, Jeffery  
„The Role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy”, BIS Working Papers No. 171, martie 2005
- Barry, Norman  
„The Tradition of Spontaneous Order”, în *Literature of Liberty: A Review of Contemporary Liberal Thought*, Vol. V, No. 2, Summer, 1982
- Bernanke, B.,  
Gertler, M.,  
Gilchrist, S.  
„The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, NBER Working Paper No. 6455, 1988
- Bernanke, B.,  
Gertler, M.  
„Financial Fragility and Economic Performance”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, Issue 1, februarie 1990, pp. 87-114
- Bianchi, F.  
Iluț, C.  
„Monetary/Fiscal Policy Mix and Agents’ Beliefs”, *Review of Economic Dynamics*, 26, 2017, pp. 113-139
- Blanchard, Olivier  
„What Do We Know about Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not?”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 4, noiembrie 2000, pp. 1375-1409
- Blanchard, Olivier  
Rodrik, Dani (eds.)  
„Combating Inequality-Rethinking Government’s Role”, Peterson Institute for International Economics, MIT Press, 2021
- Blinder, Alan  
„The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s”, în Robert E. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, The University of Chicago Press, 1982, pp. 261-282
- Bordo, D. Michael  
Harold, James  
„The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises”, NBER Working Paper 19112, iunie 2013, *online pe* <http://www.Nber.Org/Papers/W19112>
- Brevik, Frode,  
Manfred, Gärtner  
„Teaching Real Business Cycles to Undergraduates”, *The Journal of Economic Education* Vol. 38, No. 2 (Spring, 2007), pp. 229-247
- Calvo, Guillermo  
„The Perils of Sterilization”, *IMF Staff Papers*, Vol. 38, No. 4, decembrie 1991
- Canzoneri, M.  
Cumby, R.  
Diba, B.  
„Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?”, *American Economic Review*, Vol. 91, No. 5, decembrie 2001, pp. 1221-1238



- Clarida, R.  
Galí, J.  
Gertler, M. „The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *American Economic Review, Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, decembrie 1999, pp. 1661-1707
- Cochrane, J. H. „Long Term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level”, *Econometrica*, 69, 2001, pp. 69-116
- „Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic”, *European Economic Review*, 55, 2010, pp. 2-30
- „The Ghost of Christmas Inflation”, johncochrane.com, 23 decembrie 2021a
- „The Revenge of Supply”, Project Syndicate, 22 octombrie 2021b
- „The Fiscal Theory of the Price Level”, johncochrane.com, 2021c
- „Fiscal Inflation”, johncochrane.com, 3 ianuarie 2022
- Coenen-Huther, Jacques „Sociologia elitelor”, Editura Polirom, 2007
- Coen, Teulings,  
Richard, Baldwin (eds.) „Secular Stagnation-Facts, Causes and Cures”, CEPR Press, 2014
- Cohen, B. J. „Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance”, *World Politics*, 48, 1996, pp. 268-96, apud Obstfeld and Taylor (2003, p. 129)
- Croitoru, Lucian „Politicile macroeconomice și restructurarea întreprinderilor”, Rentrop & Straton, 2003
- „How Countries’ Different Attitudes Towards Inflation Can Thwart the European Dream”, în *The Romanian Economic Journal, Special 20th Anniversary Issue, Year XXI, No. 70*, decembrie 2018
- „Politicile macroeconomice, pandemia și disprețul față de principii”, în *Politicile macroeconomice: pandemia nu este o scuză pentru părăsirea principiilor, Caiete de Studii*, Nr. 53, ianuarie 2021, pp. 19-45 (<https://www.bnr.ro/Caiete-de-studii-484-Mobile.aspx>)
- „Pandemia: cum să evităm ce e mai rău”, în *Politicile macroeconomice: pandemia nu este o scuză pentru părăsirea principiilor, Caiete de studii* Nr. 53, ianuarie 2021
- Crum, Ben „Saving the Euro at the Cost of Democracy?”, *JCMS (Journal of Common Market Studies)*, Vol. 51, No. 4, 2013, pp. 614-630
- Draghi, Mario  
Macron, Emmanuel „The EU’s Fiscal Rules Must Be Reformed”, ft.com, 23 decembrie 2021
- Eggertson, Gauti,  
Michael, Woodford „The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity* 2003:1, 2003, pp. 139-211

- European Central Bank „An Overview of the ECB’s Monetary Policy Strategy”, iulie 2021
- Feldstein, Martin „A Weak Euro is the Way Forward”, *Financial Times*, 19 decembrie 2011
- Friedman, M. „The Role of Monetary Policy”, *The American Economic Review*, Vol. LVIII, No. 1, 1968, pp. 1-17
- Galí, J. „Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle”, Princeton University Press, Second Edition, 2015
- Garrison, Roger „Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure”, Routledge, 2001
- „Hayek and Friedman: Head to Head”, [webhome.auburn.edu](http://webhome.auburn.edu), 2007
- Gaspar, Victor,  
Paulo, Medas,  
John, Ralyea,  
Elif, Ture „Fiscal Policies for an Unprecedented Crisis”, [blogs.imf.org](https://blogs.imf.org), 14 octombrie 2020
- Gray, John „The Woke Have no Vision of the Future”, [unherd.com](http://unherd.com), 2020
- Haberler, Gottfried „Reflections on Hayek’s Business Cycle Theory”, *Cato Journal*, Vol. 6, No. 2 (Fall), 1986
- Hayek, Friedrich „Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes” în *Economica* nr. 33 (February 1931) și 35, (August 1932)
- „Prices and Production”, A. M. Kelley, reprinted of the 1935 edition, 1967
- „Individualism and Economic Order”, University of Chicago Press, 1948
- „Economics and Knowledge” în *Individualism and Economic Order*, Chicago University Press, Reprinted from *Economica*, IV (new ser., 1937), 1958, pp. 33-54
- „The Constitution of Liberty: The Definitive Edition”, 2011, p. 80, în Ronald Hamowy (ed.), *The Collected Works of F. A. Hayek*, Vol. XVII, 1967
- „The Fatal Conceit: Errors of Socialism”, în W. W. Bartley III (ed.) *The Collected Works of F. A. Hayek*, Vol. 1, Routledge, 1988, p. 76,
- „The Pretence of Knowledge”, *The American Economic Review*, Vol. 79, No. 6, decembrie 1989, p. 6
- „The Law, Legislation and Liberty”, Routledge, 1993
- „Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue” (Stephen Kresge and Leif Wenar eds.), Routledge, 1994
- „Can We Still Avoid Inflation?”, 18 mai 1970, în Ebeling *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, 1996, pp. 93-110

- Hayek, Friedrich (ed.) „Collectivist Economic Planning”, Routledge & Kegan Paul Ltd., first published in 1935
- Hicks, John „Critical Essays in Monetary Theory”, Oxford University Press, 1967
- IMF *Global Financial Report*, October 2020
- Jacobson, M. M. „Recovery of 1933”, NBER Working Paper 25629, martie 2019
- Preston, B.
- Leeper, E. M.
- Keynes, Maynard John „A Treatise on Money”, MacMillan and Co., Limited, 1930
- „The General Theory of Employment, Interest, and Money”, Palgrave, MacMillan, 1936
- „The Consequences of the Peace”, în *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. II, Cambridge University Press, 2013 (first edition 1919), p. 149
- Koonin, E. Steven „Unsettled: What Climate Science Tells Us, What It Doesn’t, and Why It Matters”, Benbella, 2021
- Kremers, J. J. M. „US Federal Indebtedness and the Conduct of Fiscal Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, pp. 219-238
- Laidler, David „The Price Level, Relative Prices and Economic Stability: Aspects of the Interwar Debate”, BIS, Working Papers, No. 136, 2003
- Leeper, E. M. „Equilibria Under «Active» and «Passive» Monetary and Fiscal Policies”, *Journal of Monetary Economics*, 27, 1991, pp. 129-147
- „Shifting Policy Norms and Policy Interactions”, paper prepared for the Jackson Hole Economic Symposium *Macroeconomic Policy in an Uneven Economy*, panel discussion „The Interaction of Fiscal and Monetary Policy”, 2021
- Lerven, van Frank and others „Letter: It’s Time Europe Stopped Fetishising Fiscal Discipline”, (<https://www.ft.com/content/a92a20e2-7efb-497c-bc13-0e002d4aca2e>), 14 iunie 2021
- Lindert, H. Peter „Growing Public-Social Spending and Economic Growth Since the Eightenn Century”, Cambridge University Press, 2004
- Meadows, Donela, Meadows, Denis, Randers, Jørgen, William, W. Behrens III „The Limits to Growth: A Report for The Cub of Rome’s Project on the Predicament of Mankind”, Universe, 1972

- Mises, Ludwig „Economic Calculation in The Socialist Commonwealth”, în Hayek, Friedrich (ed), „Collectivist Economic Planning”, Routledge & Kegan Paul Ltd., 1935, pp. 87-130
- O'Brien, Denis „Hayek in the History of Economic Thought”, în Roger Garrison and Norman Barry (eds.), „Elgar Companion to Hayekian Economics”, Edward Elgar, 2014
- Obstfeld, Maurice  
Alan, Taylor „The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run”, NBER Working Paper 5960, martie 1997
- „Globalization and Capital Markets”, în Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson (editors), *Globalization in Historical Perspective*, University of Chicago Press, 2003
- Patapievic, Horia „Capitalismul ca formă a civilizației”, studiu introductiv, în Ludwig von Mises, *Ațiunea Umană: Un tratat de economie*, Curtea Veche Publishing, 2019
- Popper, Karl „The Open Society and its Enemies”, George Routledge & Sons, 1945
- „The Poverty of Historicism”, Harper Torchbooks, (1964)[1957]
- Regan, Aidan „The Imbalance of Capitalisms in the Eurozone: Can the North and South of Europe Converge?”, în *Comparative European Politics*, 15, 2017, Springer, pp. 969-990
- Rey, Hélène „International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma”, lucrare prezentată la a 15-a ediție a Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, 13-14 noiembrie 2014 și revizuită pe 22 decembrie 2015
- Rodrik, Dani „How Far Will International Economic Integration Go?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, Winter 2000, pp. 177-186
- Rogoff, Keneth „Are Inflation Fears Justified?”, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), 1 martie 2021
- Sargent, T. J.  
Wallace, N. „Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 1981, pp. 1-17
- Schäuble, Wolfgang „Europe’s Social Peace Requires a Return to Fiscal Discipline”, (<https://www.ft.com/content/640d084b-7b13-4555-ba00-734f6daed078>), 2 iunie 2021
- Schnabel, Isabel „The Sovereign-bank-corporate Nexus – Virtuous or Vicious?”, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 2021
- Shultz, P. George,  
Cogan, F. John,  
Taylor, B. John „America’s Excessive Government Spending Must Stop”, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), 23 februarie 2021

- Sims, C. A. „A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy”, *Economic Theory*, 4, 1994, pp. 381-399
- „Stepping on a Rake: The Role of Fiscal Policy in the Inflation of the 1970's”, *European Economic Review*, 55, 2011, pp. 48-56
- Smaghi, Lorenzo Bini „The Eurozone Must Not Return to Its Pre-crisis «Normality»” (<https://www.ft.com/content/323a1e8c-8dda-4d49-92b1-9ef051a18825>), 14 iunie 2021
- Smith, Craig „The Idea of Spontaneous Order in Liberal Political Thought”, PhD thesis, University of Glasgow, 2003, p. 10
- Snowdon, Brian, Haward, R. Vane „Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State”, Edward Elgar, 2005
- Stigler, J. George „Director's Law of Public Income Redistribution”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 13, No. 1, aprilie 1970, pp. 1-10
- Stiglitz, J., Weiss, A. „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, June 1981, pp. 393-410
- Vlieghe, G. „Real Interest Rates and Risk”, speech delivered at Society of Business Economists' Annual Conference, London, 17 septembrie 2017, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
- Walsh, C. E. *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, Third Edition, 2010
- Weidmann, Jens „Are the Economy and Monetary Policy Coming Out of Crisis Mode?”, Keynote, speech at the Frankfurt Euro Finance Summit, virtual, 28 iunie 2021
- Woodford, M. „Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate”, NBER Working Paper No. 5204, august 1995
- „Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability?” NBER Working Paper No. 5684, iulie 1996
- „Fiscal Requirements for Price Stability”, NBER Working Paper No. 8072, ianuarie 2001
- „Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy”, Princeton University Press, 2003

