

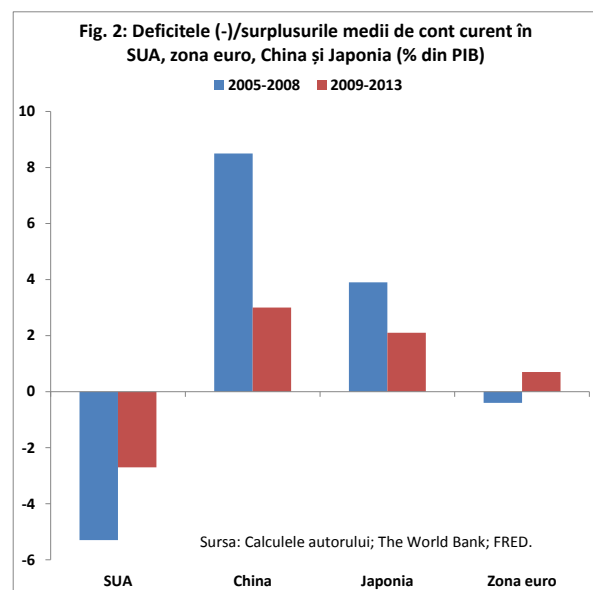
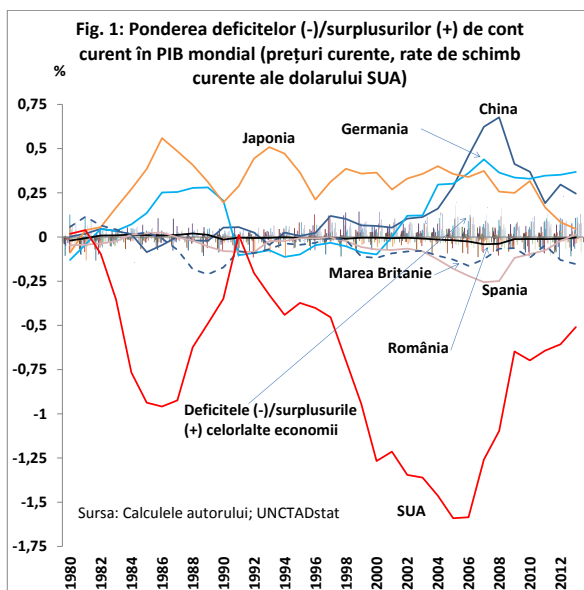
Euro, dolarul, yenul și yuanul

O variantă a acestui articol a apărut și pe www.hotnews.ro și www.wall-street.ro pe 5 și, respectiv, 7 martie 2015

Lucian Croitoru

Astăzi, unii economiști critică relaxarea politicilor monetare îndreptate spre relansarea creșterii economice și readucerea producției la potențial. De exemplu, pare să fie larg acceptat că politicile de relaxare cantitativă promovate de Fed, Banca Angliei, Banca Japoniei sau BCE, precum și o relaxare a politicii monetare în China vor reface dezechilibrele globale care au avut rol în izbucnirea crizei, dar pe care criza le-a redus.

Îngrijorarea în legătură cu politicile monetare ale băncilor centrale menționate provine de la faptul că țările sau zona pe care o reprezintă ocupă un loc deosebit în constelația dezechilibrelor de cont curent ale celor peste 220 de economii ale lumii. Din Fig. 1 se vede că economiile cu cele mai mari dezechilibre sunt SUA, care are un deficit de economisiri în raport cu investițiile, și Germania, China și Japonia, care au un exces de economisiri. Acestea din urmă finanțează deficitul de cont curent al SUA (adică au ieșiri nete de capitaluri), fie acumulează rezerve¹. Implicit, SUA are intrări nete de capitaluri, fie își reduce rezervele internaționale. Cu alte cuvinte, unele pentru altele, aceste țări sunt contrapartide .



Dezechilibrele dintre aceste țări s-au menținut la niveluri înalte sau au crescut până la izbucnirea crizei. După criză, aceste contrapartide nu și-au schimbat rolul avut înainte de criză, ci, doar și-au redus mărimea dezechilibrelor, mai ales sub influența factorilor ciclici (prăbușirea cererii private, scăderea prețului petrolului, deleveraging-ul, și scăderea prețurilor activelor).

Mai precis, marii finanțatori au rămas China și Japonia, cărora li s-a alăturat zona euro (Fig. 2), complicând și mai mult lucrurile. În aceste țări/zona, veniturile private sunt mult mai mari

decât cheltuielile, iar economisirile care rezultă din acest dezechilibru sunt mult mai mari decât investițiile.

Dacă relaxarea concomitentă a politicilor monetare în economiile cu surplus și probabila întărire a politicii monetare în SUA rezultă în *creșterea* dezechilibrelor dintre aceste economii, atunci apare o asimetrie cu situația de dinainte de criză. Înainte de criză, politicile monetare nu au putut fi folosite pentru a ajuta la *reducerea ordonată* a dezechilibrelor pe care o cerea FMI în rapoartele sale încă din 2006-2007².

În acest context, sunt legitime două întrebări: prima, „de ce nu au putut politicile monetare să reducă în mod ordonat dezechilibrele globale înainte să o facă criza în mod abrupt?” Și, a doua întrebare, „de ce ar putea relaxarea politicilor monetare, acum, după criză, să readucă dezechilibrele la nivelurile din perioada premergătoare crizei?”

Răspunsul la aceste întrebări nu poate fi dat „în principiu”. Despre politicile monetare se poate vorbi „în principiu” doar atunci când se discută despre principiile care stau la baza conducerii politicii monetare. Aceste principii sunt prezentate, de exemplu, în Mishkin (2007)³. În rest, efectele politicilor monetare promovate pentru atingerea obiectivelor privind inflația și/sau ocuparea depind de condițiile concrete specifice țărilor sau zonelor monetare. Aceste condiții privesc starea cererii în raport cu producția potențială, diferența dintre rata naturală a dobânzii și cea efectivă, starea cererii private în raport cu veniturile private potențiale, anticipațiile privind inflația, diferența dintre inflația efectivă și ținta de inflație, stocul de datorii, deleveraging-ul etc.

În perioada de boom

Pentru a răspunde la prima întrebare ne vom referi la condițiile concrete din SUA, țara cu cel mai mare deficit de cont curent din lume. În perioada 2002-2007, premergătoare crizei, producția era la potențial și inflația era egală cu ținta implicită de inflație. Aceste condiții arată că politica monetară era acolo unde teoria spune că ar trebui să fie și nu ar fi existat motive nici pentru o întărire nici pentru o relaxare a politicii. În consecință, doar reducerea deficitului bugetului public ar fi putut contribui la reducerea deficitului de cont curent, în încercarea de a preveni o reducere forțată de o criză. Deficitul bugetar cash al guvernului SUA a fost de 2,2 la sută din PIB în 2006 și de 2,5 la sută din PIB în 2007, iar deficitul de cont curent a fost de 5,8 al sută din PIB și respectiv 5 la sută din PIB.

Totuși, în condițiile menționate, o reducere a deficitului bugetar ar fi fost dificilă și nu ar fi avut efecte asupra cererii private, care era peste venitul privat. Reducerea deficitului bugetar ar fi dus producția sub potențial și, să admitem, ar fi redus anticipațiile inflaționiste. Banca centrală, care țintește inflația, ar fi reacționat prin reducerea ratei dobânzii pe termen scurt, și astfel, a celor pe termen lung, pentru a asigura atingerea țintei de inflație. În consecință, prețul activelor ar fi crescut și dolarul s-ar fi depreciat. Cu valoarea crescută a activelor, gospodăriile ar fi finanțat mai multe cheltuieli, iar firmele mai multe investiții. Deprecierea monedei ar fi dus la creșterea exporturilor⁴.

Aceste decizii ale sectorului privat ar fi compensat reducerea producției determinată de contracția fiscală inițială, dar scopul –reducerea deficitului de cont curent –ar fi fost atins. Totuși, pentru a se ajunge la acest rezultat, autoritatea fiscală ar fi trebuit să dorească să reducă creșterea economică prin diminuarea inițială a deficitului bugetar, ceea ce ar fi fost politic neconvenabil. În final, SUA nu ar fi putut reduce deficitul de cont curent utilizând politicile macroeconomice.

Spre deosebire de SUA, o economie cu surplus de cont curent ar putea însă să utilizeze cu succes politicile macroeconomice pentru a-și reduce surplusul. Fără a mai personaliza, să presupunem că această economie crește cu o rată relativ înaltă, egală cu cea potențială și nivelul producției actuale este egal cu nivelul producției potențiale. O relaxare fiscală – care, în principiu, este acceptabilă politic – ar spori cererea publică, dar nu ar determina o creștere a producției din cauză că banca centrală ar fi nevoită să crească rata dobânzii pentru a atinge ținta de inflație. În acest caz, valoarea activelor ar scădea, astfel că și cheltuielile private de consum și investiții ar scădea. Ajutată de creșterea ratei dobânzii, moneda s-ar aprecia, temperând exporturile și stimulând importurile, reducând, în final, surplusul de cont curent.

Dacă economia mondială ar fi formată numai din cele două economii, creșterea deficitului bugetar în economia cu surplus ar duce la creșterea exporturilor în economia cu deficit de cont curent. Firmele din țara cu deficit, stimulate de deprecierea monedei lor, vor dori să exporte mai mult, satisfăcând astfel cererea crescută de importuri a țării care își reduce surplusul.

Dar dacă sunt mai multe economii cu surplus, și doar una singură cu un deficit suficient de mare, așa cum este cazul concret din economia mondială, atunci și firmele din alte economii cu surplus vor dori să exporte mai mult. În această situație, firmele din țara cu deficit de cont curent vor putea exporta mai mult în țara care reduce surplusul (astfel reducând deficitul de cont al țării lor) doar dacă sunt mai competitive decât cele din alte țări cu surplusuri. În concluzie, nu este cert că țara finanțată își va reduce deficitul de cont curent atunci când o țară își reduce surplusul de cont curent.

După criză

Pentru a răspunde la cea de-a doua întrebare („de ce ar putea relaxarea politicilor monetare, acum, după criză, să readucă dezechilibrele la nivelurile din perioada premergătoare crizei?”), este necesară identificarea condițiilor concrete apărute după criză.

Concret, schimbările apărute sunt radicale. În majoritatea economiilor, nivelul cererii este mult mai jos comparativ cu nivelul potențial al producției, în ciuda extinderii deficitelor bugetare până la limite de la care piața nu le-ar mai finanța. Mai mult, în economiile dezvoltate, cererea sectorului privat s-a prăbușit și este încă cu mult sub veniturile private potențiale. În aceste condiții, băncile centrale din țările dezvoltate au reacționat mai întâi reducând rata dobânzii de politică monetară virtual la zero. Apoi au procedat la relaxarea extremă a politicii monetare prin relaxări cantitative pentru a aduce inflația la nivelul țintei implicite sau explicite. Dintre țările menționate în Fig. 2, doar China nu a avut nevoie să treacă la relaxări cantitative, dar și ea a relaxat foarte mult politica monetară pentru a stimula investițiile⁵.

Dacă relaxarea politicilor monetare în aceste țări va rezulta sau nu în viitor în creșterea dezechilibrelor externe ale țărilor menționate depinde de condițiile concrete din fiecare economie privind cele două componente ale cererii: cea internă și cea externă. Atât timp cât condițiile concrete nu vor permite ca relaxarea politicilor monetare să stimuleze cererea internă în țările cu exces de economisiri (surplus de cont curent), ci doar să ducă la deprecierea monedei, dezechilibrele externe vor crește. Recent, într-un articol publicat în Financial Times, Martin Wolf (2015) a arătat că acesta ar putea fi cazul în perioada următoare.

Pe scurt, Wolf (2015) arată că, pentru zona euro, un boom sustenabil al cererii interne este greu de realizat, chiar în condițiile relaxărilor cantitative promovate de BCE, date fiind volumul mare de datorii, absența expansiunii fiscale și reticența gospodăriilor și firmelor de a cheltui⁶. Succesul politicii BCE ar putea apărea numai dacă deprecierea euro va determina un boom al exporturilor, care va mări surplusul de cont curent⁷.

Nici pentru China și Japonia Wolf (2015) nu vede un reviriment al cererii interne. În cazul primei, boom-ul în investiții, alimentat prin credit a devenit nesustenabil. În cazul Japoniei, nivelul datoriei publice a ajuns extrem de mare, făcând dificilă continuarea politicii de stimulare a cererii prin creșterea deficitelor bugetare. Totuși, deprecierea yuan-ului și respectiv a yen-ului ar duce la creșterea exporturilor, ceea ce ar crește surplusurile de cont curent, dar ar ajuta creșterea economică⁸. Pe de altă parte, contrapartidele pentru aceste surplusuri mărite în zona euro, China și Japonia nu ar putea fi economiile emergente sau în curs de dezvoltare, care nu au bonitate (creditworthiness)⁹, ci SUA, care este cea mai capabilă să suporte riscul unor intrări mari de capitaluri.

Împărtășesc în mare măsură argumentele și raționamentele prezentate în articolul domnului Wolf. Într-adevăr, dată fiind situația concretă a cererii interne în cele mai mari economii cu surplusuri de cont curent, politicile monetare de relaxare cantitativă ar putea să ducă la accentuarea surplusurilor de cont curent. Dar, date fiind condițiile precare ale cererii interne, creșterea acestor surplusuri ar putea fi singura șansă de creștere a producției.

Această șansă este cu atât mai mare cu cât, spre deosebire de zona euro, în SUA și Marea Britanie, cele mai mari contrapartide finanțate (Fig. 1), PIB a depășit nivelul înregistrat înainte de criză, apropiindu-se mai mult de nivelul PIB potențial, iar programele de relaxări cantitative s-au încheiat. Ca atare, dolarul și lira nu vor suferi o presiune pentru depreciere¹⁰. Dimpotrivă, combinația dintre politicile monetare relaxate în ariile finanțatoare (zona euro, China, Japonia) și o politică monetară întărită în SUA¹¹, vor contribui la aprecierea dolarului, care se va reflecta în deteriorarea contului curent al SUA. Deficitul de cont curent lărgit al SUA va rămâne principala contrapartidă a surplusurilor lărgite din zona euro, Japonia și China, relativ asemănător cu perioada pre-criză.

Totuși, analiza nu se poate opri la concluzia că relaxarea politicilor monetare în zona euro, China și Japonia, va avea ca rezultat final creșterea exporturilor și, astfel, a PIB în țările respective. Acesta ar putea fi finalul fericit al relaxării politicilor monetare și al lărgirii dezechilibrelor cu condiția ca dezechilibrele să se stabilizeze la nivelurile înregistrate atunci când producția actuală ar reatinge nivelul potențial.

Acest final fericit este însă greu de anticipat din două motive: (i) nu este sigur că, având impact în special pe canalul deprecierei monedelor, actualele relaxări ale politicilor monetare vor duce la un boom al exporturilor, capabil să ridice producția la nivelul potențial; (ii) chiar și așa, în timp ce exporturile crescute vor accelera rata de creștere a PIB, excesul crescut de economisiri va menține rata reală a dobânzii la niveluri reduse sau o va reduce și mai mult, inclusiv în țările finanțate (SUA și alte țări cu deficit de cont curent). Astfel, rata de creștere a PIB va fi substanțial mai mare ca rata reală a dobânzii în toate contrapartidele, ceea ce este suficient pentru a genera un nou boom al creditului care să alimenteze o nouă bulă a prețurilor activelor (Tirole, 1985).

O bulă poate apărea însă și dacă rata dobânzii este mai mare decât rata de creștere a PIB în anumite condiții care determină ca o expansiune economică speculativă să genereze finanțări crescute pentru investiții (Caballero, Farhi și Hammour, 2006)¹². În acest caz, impactul unei bule asupra creșterii economice poate fi favorabil bunăstării dacă apare în faza târzie a unei expansiuni speculative, după ce creșterea s-a consolidat și probabilitatea ca expansiune să se prăbușească se reduce (Caballero, Farhi și Hammour, 2006).

Tendința de scădere a ratelor de creștere economică începută în anii 70 în țările dezvoltate a continuat până în prezent. În lipsa unor reforme structurale care să vizeze revigorarea creșterii economice pe termen lung, tendința se poate prelungi. O nouă bulă nu ar face decât să întrerupă, încă odată, această tendință. Lawrence Summers (2013) crede că în SUA, cererea agregată în lipsa unei bule a fost foarte joasă în perioada pre-criză și că cererea agregată a fost crescută la potențial datorită bulei din perioada 2002-2007. Robert Gordon (2014) crede însă că nivelul potențial al PIB a scăzut foarte mult în timp, și de aceea creșterea economică rămâne scăzută.

Oricare ar fi cazul, o nouă bulă a prețurilor activelor va împinge producția la nivelul potențial și/sau rata potențială de creștere la niveluri relativ mari¹³. Astfel, bula va coexista cu o creștere economică relativ înaltă și cu o inflație joasă și stabilă. La fel s-ar putea să fie și în alte țări dezvoltate. Dacă așa stau lucrurile, atunci va trebui să învățăm să vedem și avantajele unei bule economice, nu numai dezastrele care apar când ea se sparge.

În schimb, dacă cererea în lipsa unei bule nu este cu mult sub potențial, cum se pare să fie cazul în economiile emergente, inclusiv în cele din Uniunea Europeană, care nu au aderat la euro, bula va acționa diferit. Vom vedea din nou rate relativ înalte de creștere economică, împinse de bula economică peste cele potențiale, și deteriorări de cont curent¹⁴.

Până atunci însă va mai trece ceva vreme. Între timp va trebui să așteptăm să vedem dacă deprecierea euro, a yuan-ului și a yen-ului vor putea genera un boom al exporturilor care să facă din relaxarea politicilor monetare în zona euro, China și Japonia un succes.

Concluzii

Pentru atingerea obiectivelor specifice, politicile monetare vor ține cont întotdeauna de condițiile concrete ale sistemelor vii numite economii naționale sau arii monetare. Ilya Prigogine și Isabelle Stengers (1984) au arătat că sistemele viului, cum sunt și economiile

naționale sau ariile monetare, au „structuri disipative” (care permit schimbul cu exteriorul sistemului), aleg ori de câte ori sunt la „bifurcații”, restabilesc „ordinea prin fluctuații”, și sunt aproape tot timpul „departe de echilibru”. Acesta este normalul în natură.

Nu ar trebui să ne dorim o lume în care toate economiile ar avea deficitele de cont curent virtual egale cu zero. Într-o astfel de lume, capitalurile ar fi strict controlate și eficiența ar fi foarte redusă. Resursele necesare pentru a menține echilibrele la zero sau, dimpotrivă, pentru a susține dezechilibre exagerate sunt mult mai mari decât cele de care dispunem. Resursele de care dispunem și aspirațiile noastre privind nivelul de trai ne impun să fim în cea mai mare parte a timpului suficient de „departe de echilibru”.

SUA, China, Japonia, Marea Britanie și zona euro sunt cele mai mari „structuri disipative” ale sistemului global. Analiza noastră a arătat că, în prezent, aceste economii nu sunt suficient de „departe de echilibru” pentru a produce suficiente locuri de muncă și a crește bunăstarea generală¹⁵. Condițiile concrete actuale ale cererii private fac necesară creșterea dezechilibrelor externe în aceste economii pentru a revigora creșterea economică. Politicile monetare urmate pentru a crește inflația și ocuparea vor duce la lărgirea necesară a dezechilibrelor atât în SUA și Marea Britanie, cât și în zona euro, Japonia și China.

Aceste evoluții nu ar trebui să îngrijoreze. Dimpotrivă, dat fiind excesul de economisiri din unele zone economice, s-ar putea ca reamplificarea dezechilibrelor de cont curent să fie singura cale de creștere a producției și a locurilor de muncă, cel puțin pentru o perioadă.

Când însă anticipațiile sobre care încă ne ghidează acțiunile vor fi înlocuite, inevitabil, de anticipații euforice, dezechilibrele se vor amplifica dincolo de dimensiunea necesară pentru a duce creșterea economică la potențial. Așa cum am arătat însă în acest articol, politicile macroeconomice nu vor putea fi folosite pentru a împiedica creșterea excesivă a dezechilibrelor sau pentru reducerea lor ordonată. Atunci se va vedea că nici excesul de reglementare financiară creat în ultimii ani nu va ajuta cu nimic.

Note

¹ În principiu, economiile cu surplusuri fie au ieșiri nete de capitaluri, fie acumulează rezerve, iar economiile cu deficit de cont curent, fie au intrări nete de capitaluri, fie reduc rezervele internaționale. În principiu, la nivel global, suma acestor intrări și ieșiri nete de capitaluri și a modificărilor în rezerve ar trebui să fie egale cu zero. Se pare însă că în practică, dezechilibrul global nu este egal cu zero, ceea ce i-a făcut pe Krugman și Obstfeld să vorbească de „the mystery of the missing surplus” (Krugman și Obstfeld, 2003).

² Este vorba în principal de World Economic Outlook și Global Financial Stability Report, care apar toamna și primăvara pentru a fi discutate la reuniunile anuale respective ale guvernatorilor FMI.

³ Pe scurt, aceste principii sunt: (i) rata dobânzii influențează cererea agregată, care la rândul ei determină fluctuații pe termen scurt ale producției; (ii) există un compromis între inflație și șomaj pe termen scurt, (iii) pe termen lung nu există acest compromis, adică banii sunt neutri; (iv) anticipațiile agenților economici influențează crucial inflația și răspund la politica monetară; (v) evaluările credibile ale politicilor monetare sunt cele bazate pe reguli; și, în sfârșit, (vi) fricțiunile financiare influențează ciclul de afaceri.

⁴ Condiția discutată în text, și anume că producția este la nivelul potențial și că rata de creștere a PIB este egală cu rata potențială, nu reprezintă un caz particular. Chiar dacă nivelul producției și rata de creștere ar fi peste potențial, tot la cazul discutat în text s-ar ajunge. Presupunând că divina coincidență ține, politica monetară va crește rata dobânzii până la nivelul care ar reduce producția actuală la nivelul potențial. Din acest punct este valabil raționamentul din text. Cu alte cuvinte, reducerea coordonată a dezechilibrelor rămâne o problemă dacă, după ce producția scade la nivelul potențial în mod sustenabil, deficitul de cont curent este încă la niveluri relativ mari.

⁵ Ponderea în PIB a investițiilor de capital fix ale Chinei a crescut în perioada 2007-2012 cu 7,1 puncte procentuale, de la 39 la sută în 2007 la 46,1 la sută în 2012. Această creștere este nesustenabilă și a fost promovată pentru a compensa scăderea ponderii exporturilor în PIB cu 5,9 puncte procentuale, de la 38,3 la sută în 2007 la 27,7 la sută în 2012.

⁶ Într-adevăr, în zona euro, ca de altfel în toate țările dezvoltate, rata preferinței de timp a scăzut masiv în urma crizei, plasându-se, probabil, sub nivelul ratei dobânzii. În consecință, gospodăriile și firmele în ansamblu sunt înclinate să economisească, economisirile ajungând în exces nu numai în Germania și alte țări din „nordul economic” al zonei euro, ci și în unele țări din „sudul economic”. De la un deficit de cont curent de 1,5 la sută din PIB în 2008, zona euro a ajuns să aibă un surplus de 2,4 la sută din PIB în 2013. Deflația apărută în decembrie 2014 ar putea dura până în partea a doua a anului 2016, mărinnd rata reală a dobânzii (care oricum este peste nivelul ei natural), ceea ce accentuează povara datoriilor și accelerează deleveraging-ul. Împreună, toate acestea limitează substanțial efectul relaxărilor cantitative asupra creșterii cererii interne în zona euro.

⁷ O viziune similară am prezentat în ianuarie 2012, arătând că o politică monetară realmente expansionistă a BCE, care să ducă la deprecierea euro, nu va putea fi evitată (Croitoru, 2013). Relaxările cantitative ar putea duce la deprecierea în continuare a euro, stimulând astfel exporturile în afara zonei euro. Creșterea exporturilor va adăuga noi locuri de muncă, dând țărilor timp să implementeze reformele structurale necesare pe piața muncii și pe piața bunurilor și serviciilor. Dar, cu exporturi mărite, surplusul contului curent al zonei euro va crește. Astfel, creșterea surplusului de cont curent va ajuta creșterea PIB, care va rămâne totuși firavă până când reformele structurale vor da roade.

⁸ În China și Japonia, excesul de economisiri continuă să fie mare, chiar dacă s-a redus după criză (Fig. 1). În ambele țări, volumul mare al economisirilor reflectă o rată a preferinței de timp scăzută, indicând o perpetuă amânare a cheltuielilor. Dată fiind înclinația spre economisire, politicile monetare relaxate vor avea efecte în special pe ruta deprecierei yuan-ului și respectiv a yen-ului, mai ales în raport cu dolarul american. Și în aceste țări este de așteptat o creștere a surplusurilor de cont curent, dată fiind deprecierea monedelor respective. Dar și aici, creșterea surplusurilor, care îi îngrijorează pe unii economiști este necesară pentru a îmbunătăți creșterea PIB.

⁹ În economiile emergente din Uniunea Europeană, condițiile previzibile tind să facă necesară relaxarea în continuare a politicilor monetare, ceea ce arată că cererea privată continuă să rămână relativ slabă. Reducerea ratelor dobânzilor ar putea slăbi monedele respective, ceea ce mai degrabă va continua să stimuleze exporturile, reducând, temporar, rolul lor de contrapartide finanțate. În măsura în care SUA va rămâne principala contrapartidă de acest gen, dolarul va continua să rămână puternic.

¹⁰ Dacă Marea Britanie va întârzia în sincronizarea ciclurilor de creștere a ratelor dobânzilor cu SUA, atunci vor apărea, probabil, presiuni pentru deprecierea lirei în raport cu dolarul american.

¹¹ Probabil începând din iunie 2016.

¹² În abordarea clasică, cea în care se înscrie și abordarea lui Tirole (1985), bulele sunt un eveniment pozitiv într-o economie a cărei structură conduce la supraeconomisire și suprainvestiții, cum este cazul de exemplu acum, după criză, în China. În acest cadru, pur și simplu bulele absoarbe resurse care, altfel, ar duce la probleme de supra-acumulare. În cadrul descris de Caballero, Farhi și Mohamad (2008), existând suficiente resurse de finanțare, generate de creșterea speculativă, precum și optimism referitor la sustenabilitatea lor, investițiile cresc odată cu evoluția bulei. Condițiile menționate de Caballero, Farhi și Mohamad (2008), care permit acest feedback între accelerarea producției și finanțările efectiv disponibile (feedback care generează de facto expansiunea speculativă) sunt (i) progresul tehnologic concomitent cu expansiunea, (ii) surplusurile fiscale generate de reguli, (iii) o creștere economică scăzută în restul lumii și (iv) relaxarea condițiilor de finanțare chiar de către feedback-ul dintre accelerarea creșterii și finanțările crescute efectiv disponibile.

¹³ O bulă a prețurilor activelor poate coexista cu o accelerare a ratei de creștere a producției potențiale și o reducere a ratei dobânzii. Astfel, o bulă economică poate coexista cu o creștere înaltă și egală cu rata potențială, în timp ce inflația rămâne joasă și stabilă, așa cum a fost cazul în SUA și alte țări dezvoltate în perioada premergătoare crizei izbucnite în iulie 2007. Mecanismul prin care se poate ajunge la această coexistență depinde de o combinație de șocuri pozitive în productivitate și în rata preferinței de timp și este prezentat în Croitoru (2015). Interesant este că, așa cum se arată în Mendoza și Terrones (2008), expansiunea creditului necesară pentru alimentarea unei bule este precedată de un șoc pozitiv în productivitate, ceea ce dă sprijin explicației bazate pe șocuri pozitive.

¹⁴ În România nu a apărut o bulă, deși în ultimii trei ani condiția menționată în text a fost îndeplinită. Aceasta se explică, probabil, prin faptul că discrepanța dintre cele două rate a fost mică și că, în lipsa unor intrări solide de capitaluri, rata de creștere a PIB a fost relativ mică, deși mai mare decât rata reală a dobânzii.

¹⁵ Odată ce creșterea economică se va accelera în aceste țări, implicațiile pozitive pentru creșterea economică vor apărea și în alte țări.

Bibliografie

Caballero, Ricardo; Emmanuel, Farhi; Mohamad, L. Hammour (2006), "Speculative Growth: Hints from the U.S. Economy", *American Economic Review* 96(4): 1159-1192.

Croitoru, Lucian (2013), „The Eurozone: An Inconvenient Truth”, *Romanian Journal of Economic Forecasting* 2/2013, p. 200.

Croitoru, Lucian (2015), „'Stagnarea seculară', 'bulele salvatoare' și creșterea economică în România”, <http://www.bnro.ro/Studii,-analize,-puncte-de-vedere-4009.aspx>, p. 30.

Gordon, Robert (2014), "The turtle's progress: secular stagnation meets the headwinds", in Teulings, Coen and Richard Baldwin (ed.) (2014), "Secular stagnation: facts, Causes and Cures", A VoxEU.org Book, CEPR Press.

Krugman, Paul; Obsfeld, Maurice (2003), „International Economics: Theory and Policy”, Addison Wesley, Sixth Edition, p. 314.

Mendoza, Enrique G.; Marco, E. Terrones (2008), "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", NBER, Working Paper 14049 <http://www.nber.org/papers/w14049>.

Mishkin, Frederic S. (2007), „Will Monetary Policy Become More of a Science?” *Working Paper* 13566, <http://www.nber.org/papers/w13566>, NBER (October).

Prigogine, Ilya; Isabelle Stengers (1984), "Order Out of Chaos: Man's New Dialog with Nature", *Bantam Books*.

Summers, Lawrence (2013), "IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer", Washington, DC, November 8, <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>.

Tirole, Jean (1985), “Asset Bubbles and Overlapping Generations”, *Econometrica*, Vol. 53, No. 6. (Nov., 1985), pp. 1499-1528.

Wolf, Martin (2015), „Unbalanced hopes for the world economy: it is futile to ignore the reality that we have an integrated global system”, *Financial Times*, February 17.