A C A D E M I A R O M Â N Ă

INSTITUTUL NAŢIONAL DE CERCETĂRI ECONOMICE

STUDII ECONOMICE

Creditarea şi instabilitatea economică. Studiu de sinteză

Dan Constantin Olteanu

Bucureşti
2014

ISSN: 2285 – 7036 INCE – CIDE,
Bucureşti, Calea 13 Septembrie, Nr.13, Sector 5

CUPRINS

1. Introducere 3

2. Creditul în actuala teorie economică (mainstream economics) 5

3. Creditarea – o schemă Ponzi 7

4. Creditul şi expansiunea puterii de cumpărare 9

5. Îndatorarea şi instabilitatea financiară 13

6. Dezvoltarea sectorului financiar. Creditul şi baloanele speculative .. 16

7. Endogenitatea creditului 18

8. Reglementarea creditului 20

9. Remarci finale 21

Bibliografie 23

CREDITAREA ŞI INSTABILITATEA ECONOMICĂ. STUDIU DE SINTEZĂ

DAN CONSTANTIN OLTEANU[1]

Abstract: *The study summarizes the main theories concerning the bidirectional relationship between the evolution of credit and the economic stability, focusing on the "unorthodox" trends of thought, the only ones explaining the negative effects of credit and indebtedness on the sustainability of economic growth. We have shown that the distortions caused by the credit are rooted in three sources: (i) the pyramidal system of lending, and the economic growth dependance of continuous supply of credit; (ii) the over-indebtedness of companies and households, followed by debt deflation; (iii) the development of financial markets and speculative credit, whose refund is closely linked to the unsustainable rise in asset prices.*

Keywords: *credit, indebtedness, debt deflation*

JEL: *E51, E30*

1. Introducere

Crizele financiare şi recesiunile ulterioare, inclusiv actuala recesiune globală, constituie perioade în care dependenţa economiei de alimentarea cu credit apare mult mai evidentă, comparativ cu perioadele de ascensiune (bunăstare) economică. Deşi rolul monedei îl reprezintă facilitarea tranzacţiilor şi a comerţului, în astfel de perioade - ca cea din prezent - chiar banii (având ca sursă principală creditul) sunt cei care le inhibă. Cu toate că economia este capabilă să producă un volum de bunuri şi servicii mai mare ca niciodată, paradoxal, circulaţia lor de la producători la consumatori este frânată de distorsiunile induse de sistemul financiar, care a fost creat tocmai să înlesnească fluxurile reale. În lipsa creditului, relansarea creşterii economice este imposibilă pe termen mediu şi lung. Mai mult, din cauza sistemului piramidal al îndatorării, absenţa noilor credite face ca vechile credite să fie plătite tot mai greu. La rândul său, intensitatea redusă a activităţii economiei reale frânează în continuare creditarea, astfel încât apare un cerc vicios. În prezent, ţările europene – atât cele dezvoltate din vest, cât şi

[1] Institutul Naţional de Cercetări Economice „Costin C. Kiriţescu" al Academiei Române, danolteanu@ince.ro.

cele emergente est-europene – simt din plin acest fenomen. Pentru cea de-a doua grupă de ţări, amplitudinea fenomenului şi implicaţiile negative sunt deosebite deoarece acestea (ţările) s-au aflat, în perioada premegătoare crizei, în plin proces de adâncire a intermedierii financiare, proces caracteristic economiilor emergente.

Actuala ”mare recesiune” globală, după cum este denumită în mediile academice, a readus în centrul discuţiilor controversele legate de rolul creditului/datoriei în economie. Opiniile emise variază între, pe de o parte, extrema renegării creditului şi a propunerii ca banii să intre în economie prin alte moduri decât prin îndatorare şi, de cealaltă parte, opinii mai moderate conform cărora nu creditul este vinovat de supraîndatorare şi instabilitate economică, ci insuficienta reglementare a acestui proces, alături de lipsa de supraveghere a instituţiilor financiare.

Controversele provin, în mare parte, din faptul că nu există o fundamentare teoretică bine definită a rolului creditului în economie. Atât sinteza neoclasică, cât şi noii Keynesişti nu alocă banilor şi creditului un rol determinant. Banii sunt doar o corespondenţă în plan financiar a fluxurilor din economia reală, iar creditul constituie un simplu transfer al puterii de cumpărare existente de la un creditor către un debitor. Curentul principal de gândire economică din prezent (mainstream economics) nu priveşte creditul ca pe un fenomen independent care poate conduce la instabilitate, ci doar ca pe un factor care interferează cu procesul de transmisie a politicii monetare (canalul creditului şi canalul bilanţier). Crizele financiare din ţările dezvoltate, mai cu seamă cea din prezent, au arătat însă că procesul creditării nu este unul controlat în totalitate de banca centrală, prin instrumentele de politică monetară, ci este mai degrabă rezultatul unor forţe endogene. Ipoteza este susţinută de faptul că, în prezent, eforturile băncilor centrale de stimulare a creditării sunt neputincioase în lipsa cererii de finanţare a activităţii economice. Ca urmare, evoluţia economiilor naţionale a ajuns să depindă într-o mare măsură de sistemul bancar privat.

Urmare a acestor controverse, în mediul academic au (re)apărut preocupări referitoare la următoarele probleme: care sunt mecanismele relaţiei bidirecţionale între evoluţia creditării şi cea a economiei reale? în ce măsură o creditare/îndatorare excesivă poate contribui la instabilitatea cererii interne şi a veniturilor? cum a afectat dezvoltarea fără precedent a sectorului financiar relaţia dintre credit şi economia reală? în ce măsură creditul este / a devenit un proces endogen şi în ce măsură banca centrală îl mai poate controla ?

Prezentul studiu îşi propune să dea unele răspunsuri la aceste chestiuni teoretice controversate, prin studierea relaţiei dintre procesul

creditării/îndatorării şi stabilitatea macroeconomică, în general, şi în perioada crizelor financiare, în special. În acest scop, vom sintetiza principalele curente de gândire, inclusiv cele „non-ortodoxe", care ar putea să ofere unele răspunsuri la întrebările de mai sus. Cuprinsul studiului este următorul: în secţiunea a doua vom analiza lacunele teoretice privind rolul creditului / datoriei în economie; secţiunea a treia detaliază implicaţiile caracterului piramidal al procesului de creditare/îndatorare; în secţiunea a patra vom analiza efectele expansiunii puterii de cumpărare generată de credit; secţiunea a cincea arată modul în care supraîndatorarea interferează cu procesul creşterii economice; secţiunea a şasea relevă implicaţiile dezvoltării sectorului financiar asupra îndatorării şi asupra veniturilor economiei reale; secţiune a şaptea tratează problema endogenităţii creditului; secţiunea opt analizează reglementarea creditului; ultima secţiune include o serie de remarci finale.

2. Creditul în actuala teorie economică (mainstream economics)

Sinteza neoclasică (dezvoltarea modelului IS-LM) – care cumulează gândirea lui Keynes cu teoria neoclasică - şi noii Keynesişti (dezvoltarea modelelor echilibrului dinamic stochastic general) nu alocă banilor şi creditului un rol activ. Banii sunt doar o corespondenţă în plan financiar a fluxurilor din economia reală, iar creditul constituie un simplu transfer al aceleiaşi puteri de cumpărare de la creditor la debitor. Bezemer (2012, p.7) remarcă faptul că această abordare "*contrazice însăşi natura proceselor financiare, care este îndatorarea: crearea titlurilor de creanţă şi a instrumentelor de creditare în exces faţă de outputul curent*". Ca urmare, îndatorarea implică sporirea puterii de cumpărare, care reprezintă rădăcina efectelor pozitive şi negative, în economie.

Quiggin (2009) observă că actuala teorie economică a noilor Keynesişti, apărută ca o reacţie la absolutismul pieţei libere promovată de neoclasici, permite anumite abateri de la ipoteze precum competiţia perfectă sau eficienţa pieţei libere, pentru a putea justifica un management macroeconomic monetar. Abaterile nu includ însă fenomene precum rolul activ, pe termen lung, al ofertei de bani, baloanele speculative sau supraîndatorarea ciclică a agenţilor economici, cu efect recesionist. Poate tocmai din acest motiv, prognozele generate de aceste modele au devenit tot mai divergente faţă de evoluţiile reale ale economiei, culminând cu incapacitatea de a trage un semnal de alarmă în legătură cu fenomenele care au condus la criza din 2008. Steve Keen (2011) remarcă ironic faptul că, puşi în situaţia de a alege între realitate şi ipotezele asumate, economiştii neoclasici au preferat să îmbrăţişeze în

continuare aceste ipoteze, pentru că, majoritatea, nu aveau cunoştinţă despre evidenţele empirice care contraziceau teoria.

Principalul motiv pentru care modelele macroeconomice actuale nu sunt capabile să explice pe deplin mecanismele de apariţie a crizelor financiare este că nu s-a reuşit încorporarea creditului şi a îndatorării. Considerând o economie închisă, creditul total (datoria totală) net este nul. Ca urmare, este greu de presupus o influenţă a nivelului creditului în economie, deoarece datoria unui agent economic reprezintă creanţa altuia, iar datoria totală reprezintă bani pe care agenţii economici dintr-o ţară (făcând abstracţie de componenta externă) îi datorează lor înşişi (Eggertsson şi Krugman, 2010, p. 3). Altfel spus, la orice moment de timp, datoriile tuturor debitorilor egalează creanţele tuturor creditorilor (Cecchetii, Mohanty şi Zampolli, 2011, p. 2). Doar distribuţia inegală a datoriei este socotită de Eggertsson şi Krugman a conta în apariţia unor debitori în incapacitate de plată.

Curentul principal de gândire economică (mainstream economics) din prezent nu priveşte creditul ca pe un fenomen independent care conduce periodic la supraîndatorare şi instabilitate, cum este văzut de Minsky, ci doar ca un accelerator financiar, adică "*un set de factori care amplifică şi propagă efectul convenţional al ratei dobânzii*" (Bernanke şi Gertler, 1995, p. 2). În teoria noilor Keynesişti, politica monetară joacă un rol central în neutralizarea unui şoc extern, iar rolul creditului este analizat prin prisma mecanismelor bancare de transmisie a politicii monetare. Astfel, creditul influenţează intensitatea efectelor în economie a instrumentelor de politică monetară, pe următoarele căi (Boivin şi alţii, 2010, p.17-21) : (i) canalul creditului bancar, prin care modificarea rezervelor băncilor, prin intervenţiile băncii centrale, ajustează oferta de credit a băncilor; (ii) canalul capitalului bancar, în care rata dobânzii influenţează profitabilitatea (a cărei reducere implică o deteriorare a situaţiei bilanţiere pe termen lung) şi preţurile activelor bancare (o scădere a celor din urmă implică reducerea capitalului propriu şi băncile sunt nevoite să reducă volumul creditelor pentru a remedia raportul capital/active); (iii) canalul bilanţier (non-bancar), prin care politica monetară, prin rata dobânzii, influenţează preţurile activelor deţinute de agenţii economici, active care pot fi folosite drept colateral pentru noi împrumuturi; o valoare mai mare a activelor implică o capacitate (cerere) mai mare de credite.

Faptul că o serie de curente de gândire "non-ortodoxe" au avertizat, înainte de declanşarea crizei, asupra instabilităţii pe care o poate genera creditarea şi supraîndatorarea, a trezit interesul cercetătorilor pentru reconsiderarea unor teorii emise de-a lungul timpului de autori precum J. A. Schumpeter, I. Fisher şi, mai recent, de H. Minsky, W. Godley sau S. Keen,

teorii în care componenta financiară şi creditul/îndatorarea joacă un rol semnificativ. Studierea acestor curente de gândire a relevat o capacitate ridicată a unora dintre concluziile oferite de a explica mecanismele fenomenelor economice derulate după 2007, motiv pentru care ne propunem, în continuare, o sinteză a lor.

3. Creditarea – o schemă Ponzi

Înainte de a discuta teoriile privind efectele îndatorării asupra stabilităţii economice, am considerat necesară o scurtă analiză a *procesului* de creditare/îndatorare, pentru că însuşi mecanismul acestui proces imprimă economiei un risc permanent de instabilitate - aspect ignorat de literatura de specialitate. Riscul provine din faptul că acordarea unui credit implică sporirea masei monetare doar cu valoarea principalului, dar se cer a fi returnate atât principalul, cât şi dobânda aferentă, dobândă care nu a fost creată odată cu acordarea creditului. Pentru a putea fi achitate şi dobânzile, masa monetară trebuie să fie suplimentată continuu de alţi debitori, prin obţinerea de noi credite. Astfel, vechile datorii (principal + dobândă) nu pot fi plătite decât prin crearea de noi datorii, sistem ce reprezintă o clasică schemă Ponzi: dacă nu ar exista în permanenţă agenţi economici care să fie creditaţi de către bănci, masa monetară nu ar mai creşte şi datoriile scadente nu ar mai putea fi onorate. Practic, economia este la dispoziţia sistemului bancar; în lipsa fluxului continuu de credit, restituirea treptată a vechilor credite ar face ca masa monetară să se contracte abrupt, iar tranzacţiile economice să nu mai poată continua.

Alimentarea economiei cu noi credite şi suplimentarea cantităţii de monedă, necesară achitării vechilor credite, este în strânsă legătură cu creşterea valorii tranzacţiilor cu bunuri, servicii şi active financiare. Pe de o parte, în cazul economiei reale, este necesar ca procesul creşterii economice să susţină cererea de credit, astfel încât sporirea treptată a cererii de bunuri şi servicii comercializate să asigure creşterea veniturilor şi înapoierea creditului (principal şi dobândă). Pe de altă parte, în cazul pieţei financiare, creşterea tranzacţiilor cu active financiare trebuie să susţină cererea de credit pentru investiţii financiare, astfel încât câştigurile de capital să permită returnarea datoriilor.

Dar creşterea exponenţială a datoriilor, datorată atât poverii dobânzilor cât şi comportamentului iraţional al debitorilor şi slabei reglementări, face ca, pe anumite segmente ale ciclului economic şi/sau financiar, datoria să

sporească mai rapid decât outputul (venitul) şi câştigurile de capital. Când datoriile urcă la niveluri nesustenabile în raport cu veniturile, sau când veniturile viitoare sunt considerate a fi incapabile de a satisface serviciul datoriei[2], *cererea* de credit scade, iar vechile datorii devin tot mai greu de plătit. Acelaşi lucru se întâmplă şi atunci când, din diferite motive, ritmul tranzacţiilor şi, implicit, veniturile din aceste tranzacţii, nu mai pot ţine pasul cu ritmul îndatorării. Un risc sporit prezintă cazul pieţei financiare, unde returnarea creditelor speculative este legată de creşterea preţurilor activelor, preţuri care mai devreme sau mai târziu vor suferi o plafonare / scădere şi vor genera reducerea cererii de credit.

O altă problemă care poate apărea este că, în perioadele de reducere a lichidităţilor pe pieţele financiare sau datorită riscului de creditare ridicat (informaţii asimetrice între creditori şi debitori etc.), ritmul *ofertei* de credit scade considerabil. Efectul recesionist conduce, ca şi în cazul reducerii cererii de credit, la o îndatorare exagerată în raport cu veniturile disponibile, venituri care nu mai pot susţine creşterea masei monetare necesară achitării vechilor datorii. Chiar dacă economia produce un volum de bunuri şi servicii suficient, plata datoriilor nu poate fi făcută cu bunuri şi servicii, ci doar cu bani, a căror existenţă depinde total de creditarea băncilor. Şi pe piaţa financiară, contracţia ofertei de creditare reduce preţurile activelor, iar câştigurile de capital nu mai permit returnarea datoriilor. Mai mult, valoarea de piaţă a firmelor scade şi influenţează negativ (acceleratorul financiar) posibilitatea de obţinere de noi credite.

Din această neconcordanţă între creditare şi evoluţia economiei, în mod constant, o mică parte dintre debitori se vor afla în incapacitate de plată, fapt ce conduce la un transfer sistematic al activelor (averii) dinspre sectorul real către cel financiar. Incapacitatea de plată a datoriei este atât un fenomen local (individual), care apare în mod frecvent, dar poate fi şi unul extins, caracteristic marilor recesiuni/crize financiare. Fenomenul este favorizat şi de faptul că distribuţia datoriilor pe agenţi economici (firme şi gospodării) nu este proporţională cu cea a veniturilor, astfel încât acel segment al debitorilor cu grad ridicat de îndatorare este partea cea mai expusă a sistemului piramidal al îndatorării.

Deoarece, la orice moment de timp, masa monetară din economie nu este suficientă pentru restituirea principalului şi a dobânzii tuturor creditelor - cu atât mai mult în perioadele de supraîndatorare - pentru a evita incapacitatea

[2] Minsky (1986, p.131) este de părere că oferta de credit se reduce atunci "*când o parte semnificativă a bancherilor şi a (potenţialelor) întreprinderi debitoare cred că profiturile viitoare nu ar respecta angajamentele care ar fi incluse în noile datorii*".

de plată, agenţii economici se află într-o competiţie acerbă pentru banii existenţi în economie la un moment dat de timp, ei fiind singurul mijloc de plată. Acest aspect contribuie, alături de motivaţia profitului, la menţinerea unei concurenţe extreme, atât la nivelul companiilor, cât şi la nivel individual. Deopotrivă, cantitatea limitată de bani din economie conduce la o preocupare continuă a agenţilor economici de a acumula avere, ca măsură de precauţie, de prevenire a falimentului.

Cele de mai sus conduc la o preocupare continuă a companiilor de sporire a productivităţii (creşterii economice), care nu e motivată doar de profit şi bunăstare, ci de obţinerea unui randament al capitalului peste rata dobânzii, în scopul achitării serviciului datoriei. La nivel macroeconomic, această creştere economică exponenţială necesară menţinerii în funcţiune a mecanismului îndatorării duce la exploatarea fără discernământ a resurselor, alături de suprasolicitarea forţei de muncă.

4. Creditul şi expansiunea puterii de cumpărare

Deși echilibrul procesului de creditare este unul fragil, beneficiile creditului în economie nu pot fi puse la îndoială. Creditul permite, în primul rând, eliminarea oscilaţiilor ample ale consumului şi investiţiilor, în situaţia unor şocuri ale veniturilor/profiturilor. Ca urmare, evoluţia cererii agregate şi a produsului intern vor fi şi ele mai monotone, existând chiar ipoteza dispariţiei treptate a ciclului economic – infirmată de realităţi. Un alt beneficiu al creditului, valabil în măsura în care veniturile sunt în permanentă creştere, este transferul de bunăstare din viitor în prezent (alegeri intertemporale de consum). Însă cel mai important rol al creditului este cel al stimulării creşterii economice, semnalat iniţial încă din timpul lui Schumpeter şi confirmată mai târziu de Minsky.

Schumpeter (1934, p.73) arăta că procesul de creditare implică creare de putere de cumpărare (care se adaugă celei din venituri), iar nu un simplu transfer al puterii de cumpărare existente (economisire). Schumpeter considera împrumutul drept o condiţie esenţială pentru finanţarea activităţilor inovative, considerate a fi principalul factor al dinamicii outputului, în capitalism: ”*inovaţiile sunt realizate prin intermediul banilor împrumutaţi, ceea ce, în general, ... implică creare de credit*” (Schumpeter, 1939, p. 216). Antreprenorii sunt dependenţi de credit, pentru că el este sursa fondurilor necesare pentru crearea și operaționalizarea întreprinderilor (ibidem, p. 109). Se asumă existenţa

unui credit care creează putere de cumpărare, limitată însă de volumul viitor al produselor realizate în economie, după cum observă Hagemann (2013, p. 16).

Hahn, unul dintre cei mai puternici susţinători ai creditului (este vorba doar de cel antreprenorial), accentuează efectul productiv al creditării. În viziunea sa, apariţia de noi bunuri şi servicii pe piaţă este rezultatul direct al creditului; în lipsa celui din urmă, aceste bunuri rămân neproduse (Hahn, 1963, citat de Hagemann, 2010, p.2). Keynes considera, şi el, creditul ca fiind esenţial în creşterea economică, deoarece „*tranziţia de la un nivel mai jos către un nivel mai ridicat al activităţii (economice – n.a.) implică creşterea cererii pentru lichidităţi*", în a căror furnizare „*băncile deţin poziţia - cheie*" (Keynes, 1937, p. 668).

Un continuator al ideilor lui Schumpeter, H. Minsky (1982, p.6) arată că procesul de creştere a cererii agregate (şi implicit a veniturilor) necesită cheltuieli în exces faţă de veniturile curente, finanţate prin îndatorare sau vânzare de active. Mai recent, post-Keynesiştii Godley şi Lavoie (2007, p. 49) confirmă concluzia lui Earley şi alţii, care consideră că fluctuaţiile împrumuturilor sunt determinantul primordial al variaţiei cheltuielilor. Pentru ca outputul să crească, este nevoie să apară un surplus de cerere faţă de actualul nivel al venitului (ibidem, p.118). Acest impuls dat cererii agregate este asigurat chiar de banii obţinuţi prin creditare. În acest mod, disponibilitatea creditului capătă un rol important în asigurarea creşterii economice, în timp ce lipsa creditului frânează creşterea outputului.

Impactul major al creditului asupra activităţii economice, prin intermediul suplimentării puterii de cumpărare, este considerat de unii autori ca fiind nejustificat, deoarece sistemul financiar capătă, astfel, control asupra activităţii economice. Cel mai vehement critic al sistemului monetar capitalist, Karl Marx (1894), afirma: "*Sistemul de creditare, axat pe aşa-numitele bănci naţionale şi pe marii creditori şi cămătari care îi înconjoară, ... dă acestei clase de paraziţi fabuloasa putere ... de a interveni în producţia efectivă, în cel mai periculos mod*".

În prezent, unul dintre economiştii "neortodocşi" care insistă asupra rolului excedentului de cerere agregată, generat de creditare, este australianul Steeve Keen. În studiul său din (2009b, p. 350), Keen porneşte de la asumpţia că cererea agregată reprezintă suma dintre venitul (PIB) anterior creditării şi fluxul de credit nou creat[3], egalitate pe care o denumeşte "legea Schumpeter-

[3] Se referă la componenta de credit endogen creat „din nimic", nu şi la cel creat din economisire, care nu sporeşte puterea de cumpărare. El este criticat de Krugman (2012), care spune că nu întregul credit are această capacitate de sporire automată a puterii de cumpărare.

Minsky". Altfel spus, la nivel individual, cererea unui consumator/investitor este dată de salariu/venit plus sumele împrumutate. Pe baza acestei relaţii, el constată că, începând din 1980, cererea finanţată de credit (datorie) din Australia constituie 20% din totalul cererii agregate. În consecinţă, reducerea nivelului creditului, relativ la cerere (dezîndatorarea) din perioada crizei va conduce la o contracţie severă a outputului şi a ocupării. O astfel de ipoteză este greu de verificat, pentru că o parte a creditului nu este folosită pentru consum sau investiţii productive, ci pentru investiţii speculative în active financiare. Lipsa datelor statistice nu permite delimitarea ponderii creditului direcţionat către economia reală, care sporeşte cererea, şi a celui speculativ, care nu influenţează (direct, cel puţin) cererea de bunuri şi servicii.

Tot de la suplimentarea puterii de cumpărare pornesc şi efectele negative ale creditării. Încă din 1928, von Mises avertiza că expansiunea creditului "de circulaţie" - care nu este bazat pe economisire (depozite) - imprimă sectorului întreprinderilor un trend nesustenabil: „*creşterea afacerilor, determinată de disponibilitatea unui credit facil, se dovedeşte a fi o prosperitate iluzorie"* (von Mises, 2006, p. 108). Deopotrivă, într-o analiză a cauzelor crizelor economice, menţionează că „*mai de vreme sau mai târziu va apărea evident că această situaţie economică este construită pe nisip", iar „expansiunea creditului ... va avea un final*" (von Mises, 2006, p. 162). Cauza supracreditării este considerată a fi reducerea dobânzii la împrumuturi, de către bănci, sub nivelul de echilibru (rata naturală), iar efectul o creştere a preţurilor şi salariilor. Ulterior, limitarea creditării conduce la creşterea ratei dobânzii din cauza creşterii cererii de bani, iar preţurile se vor reduce din cauza vânzării rapide a stocurilor, în scopul obţinerii de lichidităţi de către firme. Aşadar, von Mises pune fazele ciclului economic şi eventualele crize financiare pe seama umflării şi desumflării economiei cu credit, de către sistemul bancar.

În prezent, efectele economice negative ale excesului puterii de cumpărare, dat de creditare, sunt mult mai complexe. Creditarea excesivă conduce, pe lângă inflaţie pe piaţa bunurilor şi serviciilor, la formarea de baloane speculative pe pieţele financiare, la supraîndatorarea sectorului privat, fenomene care stau la baza crizelor financiare (le vom detalia în secţiunile următoare).

Un alt aspect negativ este acela că suplimentarea puterii de cumpărare din prezent implică o reducere mai amplă (amplitudinea depinde de termenul scadenţei) a puterii de cumpărare din viitor, datorită dobânzilor care vor trebui plătite, pe lângă creditul iniţial (principalul). Dobânzile compuse necesită sume care, de multe ori, egalează şi chiar depăşesc valoarea iniţială a creditului (de exemplu, la un credit imobiliar pe termen lung, suma ratelor

plătite – principal şi dobândă - ajunge să fie aproximativ dublă faţă de suma iniţială împrumutată). În acest mod, mecanismul creditării/îndatorării implică deturnarea cronică, de către sistemul bancar, a unei părţi a veniturilor obţinute din tranzacţiile cu bunuri şi servicii, venituri care ar fi putut servi în scopuri productive.

Chiar dacă astfel de alegeri intertemporale de consum au efect benefic pe termen scurt asupra bunăstării individuale a debitorilor, pe termen lung, consumul individual este diminuat într-o măsură mai mare faţă de câştigul de consum anterior. În ce priveşte creditorii, efectul pe termen lung este, evident, unul pozitiv. Problema este că aceste urmări căpătă un caracter cumulativ şi ireversibil, după cum observă Fisher încă din 1930, în lucrarea „*Teoria ratei dobânzii*". Astfel, cu cât o persoană este mai săracă, cu atât va fi mai tentată să achiziţioneze bunuri în prezent, în defavoarea veniturilor viitoare, fapt ce o va face şi mai săracă în viitor. La polul opus, persoanele bogate tind să economisească mai mult, fapt ce le facilitează acumularea de capital. În acest mod, „*în multe ţări, bogaţii şi săracii ajung să fie adânc şi permanent divizaţi, primii constituind o aristocraţie moştenitoare a bunăstării, iar ultimii - un proletariat neajutorat*" (Fisher, 1930, p. 336). Mai mult, „*majoritatea săracilor, odată ajunşi în stratul inferior, probabil că vor rămâne acolo*" (ibidem, p. 339-340).

La nivel naţional, sporirea bunăstării este încetinită, deoarece este absorbită, în scopuri neproductive, o parte a contribuţiei adusă veniturilor de trendul ascendent al productivităţii factorilor. Astfel, dacă privim în ansamblu perioada ultimelor 5-6 decenii, observăm că ritmul fără precedent al inovaţiei şi al progresului tehnologic nu a condus, după cum se aştepta, la o creştere pe măsură a veniturilor/bunăstării individuale. Una dintre cauze este tocmai această rentă extrasă constant, din veniturile economiei reale. Alte cauze sunt inflaţia şi creşterea salariilor reale într-un ritm mai redus faţă de ritmul productivităţii muncii. După cum arată Iancu (2013, p.18) o serie de economişti radicali consideră că "*îndatorarea excesivă a populaţiei ... nu este altceva decât rezultanta scăderii relative a nivelului salariului real, este o formă de compensare a acestei scăderi*". Din păcate, această compensare în prezent le va reduce şi mai mult veniturile viitoare.

5. Îndatorarea şi instabilitatea financiară

Schumpeter considera că nu excesul de credit este factorul declanşator al crizelor, ci deflaţia creditului (masei monetare), prin alocarea unei părţi importante din veniturile antreprenoriale pentru serviciul datoriei, în perioadele când noile produse apar pe piaţă, arată Hagemann (2013, p. 13). Ipoteza deflaţiei datoriei constituie şi una dintre temele centrale ale gândirii lui Fisher. În primul rând, el demască iluzia echilibrului economic, afirmând că întotdeauna vor apărea perturbaţii care împiedică variabilele să ajungă la punctul de echilibru, fiind „*absurd să presupui că, pentru orice perioadă lungă de timp, variabilele unui sistem economic ... vor sta pe loc, în perfect echilibru*" (Fisher, 1933, p.339). Problema, în opinia sa, este găsirea variabilelor a căror deviaţie de la punctul de echilibru poate constitui o explicaţie a evoluţiilor ascendente nesustenabile ale economiei, urmate de recesiuni / depresiuni. Fisher se îndoieşte de asumarea unor factori precum supraproducţia, subconsumul, economisirea excesivă sau discrepanţa economisire-investiţii, drept cauze principale în generarea fazelor ciclului economic.

Determinanţii esenţiali ai erodării sustenabilităţii sunt consideraţi de Fisher a fi apariţia supraîndatorării, urmată de deflaţie. Supraîndatorarea este considerată a fi atât o cauză în sine, cât şi o circumstanţa agravantă pentru alte cauze mai puţin importante, precum suprainvestiţiile şi speculaţiile. Mai concret, succesiunea evenimentelor care aruncă o economie în recesiune sunt următoarele: mai întâi apariţia unor oportunităţi de investiţii şi profit, cuplată cu o politică de creditare relaxată, dau naştere la o creditare susţinută, fie pentru investiţii (credit productiv), fie pentru speculaţii (credit nonproductiv). Când îndatorarea atinge niveluri nesustenabile, firmele întrerup finanţarea externă (de la bănci) şi iniţiază lichidarea unei părţi a datoriilor, prin vânzare de active. Consecinţele constau în reducerea depozitelor, prin plata datoriilor existente în lipsa contractării altora noi, reducerea preţurilor şi a veniturilor, scăderea valorii de piaţă a firmelor, contracţia activităţii economice şi a ocupării (Fisher, 1933, p. 342).

Ipoteza lui Fisher privind permanenţa dezechilibrului variabilelor economice este continuată de Minsky prin teoria fragilităţii financiare. După cum sintetizează Palley (2009a, p. 3), Minsky se concentrează pe evoluţia proceselor economice din capitalism, în timp ce teoria economică modernă (atât neoclasică, cât şi cea a noilor Keynesişti) se ocupă de analiza echilibrului şi a alocării optime a resurselor. Minsky (1963, p. 326-334), analizând 3 episoade recesioniste din SUA, arată că instabilitatea unui sistem financiar

este generată de o succesiune între: o reducere inițială a veniturilor sectorului productiv și, ulterior, a prețurilor activelor; incapacitate de plată a angajamentelor între agenţii economici, în contextul unui grad înalt de îndatorare al companiilor / gospodăriilor şi al unei nivel redus al lichidităţii ”ultime” (cu valoare fixă, permanent disponibile); instituirea panicii financiare.

Perioadele de prosperitate conduc inevitabil la instabilitate şi crize financiare, datorită deteriorării situaţiei bilanţiere (relaţia venituri – datorii) a companiilor. ”*Ipoteza instabilităţii financiare este, prin urmare, o teorie a impactului datoriei asupra comportamentului sistemului* (economic – n.a.)” (Minsky, 1992a, p.6). Prin creşterea treptată a gradului de îndatorare se ajunge la situaţia în care firmele nu-şi mai pot achita datoriile scadente din fluxul de venituri şi recurg la noi împrumuturi sau vânzare de active (finanţare de tip Ponzi)[4]. Preţurile activelor scad, fapt ce pune în dificultate de finanţare şi firmele care iniţial nu erau afectate de povara datoriilor; activitatea econmică este frânată şi apare procesul de dezîndatorare, descris de Fisher.

Fragilizarea treptată a situaţiei bilanţiere a gospodăriilor şi a companiilor non-financiare are efect de reducere a consumului şi investiţiilor, respectiv de deteriorare a calităţii activelor (creditelor) bancare. De asemenea, capacitatea de plată a serviciului datoriei devine foarte sensibilă la cel mai mic şoc al veniturilor (cazul gospodăriilor) sau al profiturilor (cazul companiilor) care poate genera un cerc vicios venituri-creditare (deflaţia datoriei), cu efect recesionist. Ţările cu expunere externă ridicată (ne referim la veniturile din comerţ şi la finanţarea externă a instituţiilor creditoare) sunt expuse şi şocurilor din ţările partenere comercial sau din cele investitoare, după cum s-a întâmplat în estul Europei, începând cu 2007. Alteori, incapacitatea de plată este urmarea creşterii ratei dobânzii. Dar chiar şi în lipsa unui şoc, intern sau extern, supraîndatorarea tinde să reducă, treptat, venitul disponibil pentru consum şi investiţii, cu efect negativ asupra cererii agregate, iar în final se ajunge la incapacitate de plată.

”Capitalismul managementului financiar”, cum descrie Minsky perioada ulterioară ”capitalismului mangerial”, are ca principală caracteristică dezvoltarea investitorilor instituţionali (pensii private, fonduri mutuale) şi deţinerea de către aceştia a unei părţi considerabile din acţiunile companiilor. Deoarece obiectivul acestor fonduri îl reprezintă maximizarea rapidă a randamentelor, companiile se orientează tot mai mult către speculații pe termen scurt și obligațiuni nedorite - ”junk bonds” (Minsky, 1988, p. 31-34).

[4] Pentru o sinteză detaliată a modelelor lui Minsky se poate consulta Iancu (2010, p.9-12).

Consecinţa constă într-un grad de îndatorare tot mai ridicat şi fragilizarea stabilităţii financiare a firmelor. Minsky (1992b, p. 20) avertiza că această fragilizare, conturată în anii ’80, va conduce la o fază de stagnare a economiei, ba chiar la instalarea unei adânci depresiuni. În prezent, tot mai mulţi autori confirmă că Fisher şi Minsky au avut dreptate.

Gradul de îndatorare al sectorului privat a început să fie luat în calcul odată cu abordările microeconomice ale curentului post-Keynesist[5], care asumă un mecanism endogen de creare a banilor. Dacă teoria lui Minsky este orientată către îndatorarea companiilor, o serie de autori adaugă în teroriile lor rolul îndatorării atât al firmelor, cât şi al gospodăriilor. Spre exemplu, Palley (1994, 2009b) utilizează în modelele sale și sectorul gospodăriilor. Inițial, creditarea sporește cererea agregată și outputul deoarece reprezintă un transfer de la creditori (cu înclinaţie marginală către consum redusă) către debitori (cu înclinaţie către consum ridicată). Pe măsura creșterii îndatorării, volumul împrumuturilor scade, iar efectul inițial asupra consumului și cererii agregate anulează și chiar depășește efectul pozitiv, inițial, asupra cererii agregate (Palley, 2009b, p. 9).

O altă serie de modele, care prezintă o imagine mult mai completă a sistemului economic actual, integrează analiza stocurilor cu cea a fluxurilor (principalele tranzacţii economice dintre sectoarele economice). Cele mai complete abordări de acest tip sunt realizate de Godley şi Lavoie, care asumă endogenitatea stocului de bani şi dependenţa sa de cererea agregată. Creditul bancar acordat companiilor este considerat a fi pozitiv corelat cu nivelul stocurilor şi negativ cu profitabilitatea și creditele neperformante, iar cel acordat gospodăriilor depinde de rata reală a dobânzii şi de venitul disponibil (Godley şi Lavoie, 2007, p. 390, 394). Pe termen scurt, decizia gospodăriilor de a crește raportul împrumuturi / venit disponibil sporește, temporar, consumul și PIB real, însă pe termen lung atât consumul cât şi outputul vor scădea comparativ cu situația anterioară, din cauza serviciului datoriei (ibidem, p. 428-429).

Irving Fisher prezintă două soluţii pentru problema deflaţiei datoriei: (i) soluţia ”laissez faire”, fapt ce implică incapacitate de plată, credite restante, falimente, executări silite etc.; (ii) reflaţia, adică stimularea preţurilor prin reluarea creditării, având ca urmare revigorarea veniturilor, care la rândul lor permit serviciul datoriei (Fisher, 1933, p. 349).

[5] O amplă sinteză a evoluției acestor modele post-Keynesiste este realizată de Lavoie (2008).

Atât Fisher (1933, p. 346), cât şi, mai târziu, şcoala monetaristă considerau că cercul vicios al deflaţiei datoriei şi recesiunea ulterioară ar putea fi stopate prin stimularea preţurilor, utilizând instrumentele specifice politicii monetare. Dar realităţile din ultimii ani au arătat că nici reducerea ratei dobânzii, nici relaxările cantitative nu mai sunt eficiente. Prima cauză este aşa-numita „capcană a lichidităţii", care la momentul actual[6] semnifică faptul că, deşi apare o scădere a dobânzii de referinţă până aproape de zero, ea este insuficientă pentru stimularea economiei, datorită unor aspecte specifice perioadei recesioniste (aşteptări deflaţioniste, preferinţa pentru economisire, dobânzi ridicate la creditare etc.). O altă cauză, care face ca şi relaxările cantitative să devină ineficace, este caracterul endogen al creditului, pe care îl vom analiza în secţiunea 7.

6. Dezvoltarea sectorului financiar. Creditul şi baloanele speculative

Stabilitatea veniturilor economiei reale a devenit tot mai ameninţată odată cu dezvoltarea fără precedent a sectorului financiar (în ţările vest-europene), începând cu anii '80. În cadrul primelor teorii care iau în considerare influenţa creditului în economie, prin credit se subînţelegea automat finanţarea companiilor *productive*, în scopul formării de capital, iar nu impulsionarea consumului sau finanţarea speculaţiilor financiare. Aceasta deoarece stimularea investiţiilor de capital fix era considerată de Schumpeter, Keynes şi alţi economişti drept principala problemă spre care trebuie să se concentreze demersul ştiinţei economice. Minsky (1992b, p. 15) confirmă că "*o principală caracteristică a unei economii capitaliste care stagnează sau a intrat într-o depresiune adâncă este aceea că dezvoltarea capitalului în economie nu mai merge înainte*".

Conceptul clasic de credit productiv era acela în care împrumuturile primite susţin debitorii (firmele) să realizeze investiţii de capital fix, prin care să obţină venituri din care să poată onora obligaţiile faţă de creditor. Datorită sporirii productivităţii şi creşterii treptate a venitului naţional, cel din urmă va permite, teoretic, plata atât a principalului creditului, cât şi a dobânzii. Spre deosebire, serviciul datoriei pentru creditele neproductive se realizează din venituri care trebuie obţinute din alte surse, după cum observă Hudson (2009). Şi Schumpeter avertiza asupra creditului neproductiv, spunând că "*maşina de*

[6] Iniţial, capcana lichidităţii - descrisă de Keynes - semnifica neputinţa injecţiei de masă monetară de a reduce rata dobânzii, datorită preferinţei ridicate pentru lichidităţi; reducerea vitezei de circulaţie a banilor anulează efectul creşterii masei monetare asupra outputului şi/sau preţurilor.

credit este concepută pentru a servi la dezvoltarea aparatului productiv şi a pedepsi orice altă întrebuinţare" (Schumpeter, 1939, p. 153).

Creditul *neproductiv* apare atunci când „*inovaţia financiară şi căutarea agresivă de noi debitori depăşeşte cererea de fonduri pentru finanţare investiţiilor (productive – n.a.)"* şi *"excesul de fonduri va fi disponibil pentru finanţarea cererii de obligaţiuni, acţiuni şi active de capital existente*" (Minsky, 1986, p. 278). De asemenea, în ultimele decenii, dezvoltarea activelor financiare şi oportunităţile de speculaţii apărute au generat posibilitatea de obţinere a unor profituri substanţiale, superioare celor din producţia de bunuri şi servicii. Din acest motiv, în ţările cu un sistem financiar dezvoltat (SUA, ţările vest-europene etc.) a luat naştere o tendinţă de reorientare a unei părţi însemnate a fluxului de credit dinspre economia reală către sectorul financiar. Chiar şi companiile productive apelează la investiţii financiare, în dauna celor productive, în goana după profit. Pe lângă atracţia profitului, fenomenul a fost susţinut şi de politica fiscală, care a încurajat activităţile financiare prin reducerea taxelor pentru câştigurile de capital şi transferarea lor către sectorul productiv (salarii şi venituri ale companiilor).

Implicaţiile diferenţelor dintre cele două tipuri de credit, pentru stabilitatea macroeconomică, sunt majore. După cum arată Bezemer (2012, p.15), creditul productiv, către sectorul real, implică crearea de valoare adaugată şi profit, care permite plata datoriei; spre deosebire, creditul pentru investiţii speculative în active financiare sau imobiliare (exclusiv cele nou create) nu face decât să crească preţul acelor active, iar înapoierea creditului se face fie din vânzarea mai departe a acelui activ (sau din veniturile extrase din sectorul real).

Interferenţa creditului neproductiv (speculativ) cu veniturile economiei reale provine din faptul că returnarea acestui tip de credit este posibilă doar atât timp cât preţurile activelor achiziţionate este în creştere, astfel încât vânzarea activelor se face la o valoare superioară celei de cumpărare. Profitul obţinut din diferenţa de preţ permite înapoierea împrumutului şi a dobânzii. Preţurile activelor sunt susţinute, în primul rând, de faptul că oferta de active imobiliare şi financiare creşte într-un ritm inferior cererii bazate pe finanţare prin credit (Hudson, 2004, p. 12). În al doilea rând, spre deosebire de bunuri şi servicii, pentru care un preţ mai mare conduce la o cerere mai redusă, creşterea preţurilor activelor financiare şi imobiliare stimulează şi mai mult cererea speculativă a investitorilor. Apare astfel un proces care se autosusţine, în sensul că, cu cât ascensiunea preţului e mai abruptă, cu atât activul este mai atractiv şi cererea sa va creşte. În cazul în care ia amploare, fenomenul generează formarea de baloane speculative.

Această ascensiune, inevitabil, va avea un final, când investitorii vor anticipa că preţurile nu mai pot creşte substanţial şi vor începe să vândă (cu cât vând mai târziu, cu atât căderea ulterioară a preţurilor va fi mai mare). Creditul pentru investiţii financiare nu poate fi sustenabil şi din cauză că se bazează pe preţul activelor, care se formează conjunctural. Spre exemplu, Keen (2007, p. 27) sesizează că preţul activelor imobiliare este dat de un număr redus de tranzacţii recente, piaţa fiind insuficient de lichidă; dacă ar fi disponibile la vânzare, simultan, un număr considerabil de locuinţe, preţurile ar suferi plafonări sau căderi. În momentul stopării creşterii preţurilor, vânzarea activelor nu mai acoperă creditul obţinut pentru achiziţionarea lor. Deopotrivă, o mică sporire a ratei dobânzii poate însemna o creştere a serviciului datoriei peste posibilităţile de returnare oferite de câştigurile de capital (acest efect este valabil şi pentru creditul productiv). Problema care apare este că, deşi câştigurile de capital se ”evaporă”, datoria rămâne la valoarea iniţială şi va trebui plătită din veniturile economiei reale, generând recesiune. Totodată, când piaţa financiară este în declin, scade cererea de noi credite speculative, fapt ce adânceşte reducerea veniturilor şi, în consecinţă, a capacităţii de rambursare a vechilor credite.

Deşi în teoria neoclasică „*nu există loc pentru speculaţii*” (Minsky, 1992b, p.18), rolul fluctuaţiilor de preţ ale activelor financiare în crizele economice este evident. Cea mai mare parte a crizelor financiare recente din ţările dezvoltate sunt generate de spagerea baloanelor speculative de pe pieţele activelor. Este şi cazul prezentei recesiuni globale, declanşate în SUA prin declinul preţurilor activelor imobiliare şi urmat de prăbuşirea unei lanţ întreg de active şi instrumente financiare conexe. Consecinţele sunt, după cum am arătat în secţiunea anterioară, fie falimentul, fie stimularea preţurilor prin reluarea creditării. Cea din urmă opţiune se loveşte atât de problema ”capcanei lichidităţii”, cât şi de caracterul endogen al procesului creditării, pe care îl vom discuta în continuare.

7. Endogenitatea creditului

Dificultatea băncilor centrale de a stimula creditarea în perioade de instabilitate financiară (capcana lichidităţii) se datorează şi unei redescoperiri abrupte a riscului de credit de către bănci, după cum se arată într-un raport al IMF (2011, p. 10), care activează anumite imperfecţiuni de pe piaţa creditului: problema informaţiilor asimetrice între creditori şi debitori, care dau naştere la

selecţie adversă şi hazard moral[7]. Însă principalul factor îl considerăm a fi cel al cererii reduse de creditare, datorită înrăutăţirii situaţiei bilanţiere a companiilor şi gospodăriilor (prin reducerea veniturilor şi a valorii activelor) şi ritmului redus al investiţiilor (generat de o cerere de consum scăzută). Primatul cererii, în stimularea volumului creditării, este argumentat de teoria endogenităţii creditului.

Teoria orizontalistă a creaţiei monetare, dezvoltată de post-Keynesişti, dintre care principalul promotor este Basil Moore, constituie o schimbare majoră a viziunii asupra creditului, prin susţinerea endogenităţii creditului: "*pe termen scurt, creaţia monetară este rezultatul unei interacţiuni complexe dintre gospodării, corporaţii, instituţii financiare, Trezorerie şi Rezerva Federală*" (Moore, 1983, p.539).

Hagemann (2010, p. 8-9) arată că teoria a fost iniţiată de economistul britanic Macleod în anul 1891 - care spunea că o bancă nu este un simplu intermediar între depunători şi debitori, ci un adevărat "producător de credit" - şi adoptată ulterior de Hahn în 1920, care considera că formarea capitalui nu este o urmare a economisirii, ci rezultatul împrumuturilor, a căror evoluţie o considera a depinde de cererea întreprinzătorilor. Mai recent, Godley şi Lavoie (2007, p. 49) menționează că o trăsătură importantă a sistemului bancar este abilitatea de a crea depozite "din nimic", oferind credite și creând depozite în același timp, atunci când agenții economici sunt dispuși să se îndatoreze.

Marx (1894) confirma şi el că "*expansiunea şi contracţia monedei depind pur şi simplu de cererea industriaşilor şi a comercianţilor*". Ulterior, Wicksell argumentează că, într-o economie a creditului, cu un sistem bancar suficient dezvoltat, "*oferta de bani tinde tot mai mult să se ajusteze în funcţie de nivelul cererii"; "oferta de bani este astfel furnizată chiar de cererea însăşi*" (Wicksell, 1936, p. 110). În fine, Keynes, sintetizat de Bertocco (2002, p. 9), asumă că cererea de credit a investitorilor nu este satisfăcută din economisire, ci ea este cea care conduce la creaţia monetară de către bănci şi, ulterior, la depozite (economisire).

Endogenitatea creditului este demonstrată de analizele la nivel microeconomic ale lui Moore (1983, p. 545-555) şi la nivel macroeconomic de Kydland şi Prescott (1990, p. 14-17). Cei din urmă arată că baza monetară (care include rezervele băncilor) este decalată în urma ciclului economic (PIB), M1 este aproximativ sincron cu PIB, iar diferenţa M2–M1 (care include depozitele la termen) precede ciclul. Explicaţia endogenităţii creditului este dată, în mare parte,

[7] Pentru o descriere detaliată a acestor fenomene se poate consulta Mishkin (1999).

de existenţa liniilor de credit pe care marile companii le au deschise la bănci, credite prin care compensează întârzierile în fluxul de venituri de la clienţi, finanţează formarea de capital etc. Astfel, expansiunea creditului apare datorită nevoilor de finanţare ale activităţii economice şi este independentă de existenţa rezervelor necesare – care sunt împrumutate ulterior de către bănci.

Reversul medaliei este acela că, în ipoteza endogenă neo-Keynesistă, banca centrală nu mai poate influenţa întotdeauna oferta de credit prin furnizarea de lichidităţi băncilor (baza monetară), precum în teoria neoclasică. Când preferinţa pentru lichiditate este mare, furnizarea de rezerve nu conduce decât la reducerea dobânzii interbancare spre zero, datorită rezervelor bancare în exces, fără efect de stimulare a creditării şi cererii agregate (Wray, 2001, p. 3). Din acest motiv, unele bănci centrale, precum cea a Australiei, Noii Zeelande şi Suediei au renunţat total la cerinţa privind rezervele minime obligatorii (RMO), iar alte ţări le-au eliminat doar pentru anumite tipuri de depozite (în SUA, depozitele firmelor, depozitele în Euro şi depozitele mai mici de 12,4 milioane USD nu necesită RMO[8]).

În concluzie, endogenitatea creditului constituie principalul factor pentru care băncile centrale sunt neputincioase în încercarea de a stimula creditul în perioade recesioniste, sau de a-l tempera în perioade de „boom" economic.

8. Reglementarea creditului

Amplitudinea efectelor pozitive sau negative al creditului depinde foarte mult de instituțiile financiare și de cadrul macroeconomic general, după cum arată Sapir (2013), astfel încât nu creditul în sine constituie un pericol pentru economie, ci doar reglementarea incorecta a sa. Este binecunoscut faptul că perioada anterioară crizei a înregistrat un amplu proces al dereglementării activităților instituțiilor financiare, suprapus cu un ritm ridicat al inovației financiare, în special în SUA. Acest fenomen a contribuit la creditare excesivă anterior crizei, dar a generat și reducerea drastică a creditului post-criză.

În perioada de expansiune premergătoare actualei recesiuni, dereglementarea a permis o creștere a gradului de îndatorare a băncilor, în goana lor după maximizarea profitului și, implicit, a câștigurilor acționarilor. Totodată, fenomenul de titrizare[9] a permis scoaterea unor active (credite) din bilanțul băncilor, astfel încât nu a mai fost nevoie de cota de capital

[8] http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm

[9] Ne referim la emiterea de titluri de valoare ale căror venituri provin din fluxurile financiare generate de un pachet de active, dintre care creditele ipotecare sunt printre cele mai frecvent utilizate (securitization – en.).

reglementat corespunzător acestor active. Toate acestea au facilitat creditarea excesivă și creșterea fragilității financiare, alături de crearea unui ”efect de domino” între principalii actori financiari globali (în general, din țările dezvoltate). În contextul unui grad ridicat de îndatorare, deprecierea ulterioară a unor active conduce la deteriorarea ratei de solvabilitate sub cota solicitată de reglementatori. Evident, prima măsură în scopul dezîndatorării este stoparea creșterii activelor - a creditării -, cu efect recesionist. Următoarea măsură, vânzarea în masă a unor active existente, conduce la scăderea prețurilor, fapt ce accelerează dezîndatorarea și instituie un cerc vicios și tensiuni pe piețele financiare.

Un studiu reprezentativ asupra acestui fenomen a fost realizat de Palley (2009a, p. 10-11) care identifică, drept element principal care a stat la baza dereglementării, eforturile constante ale principalilor actori ai piețelor financiare asupra reglementatorilor (lobby-ul), în scopul de a obține randamente superioare. Alți factori sunt ignorarea crizelor anterioare, în virtutea credinței ca politica monetară a devenit mult mai capabilă să atenueze oscilațiile ciclului economic și inovația financiară, care este de cele mai multe ori cu un pas în fața reglementarilor, în principal datorită actualizării întârziate a celor din urmă. Din aceste motive, ritmul creditării (îndatorarii) capătă un trend nesustenabil și generează crize financiare.

9. Remarci finale

Sintetizând teoriile analizate, concluzionăm că distorsiunile provocate de către sistemul monetar economiei reale - având ca formă acută crizele financiare - îşi au rădăcina, în cea mai mare parte, în trei surse: (i) dependenţa creşterii economice de alimentarea continuă cu monedă de către sistemul bancar, alimentare care nu poate fi realizată decât prin îndatorare; (ii) supraîndatorarea agenţilor economici şi deflaţia datoriei; (iii) dezvoltarea sistemului financiar şi a creditului speculativ, a cărui returnare este strâns legată de procesul nesustenabil al creşterii preţurilor activelor.

Prima sursă a instabilităţii – structura sistemului monetar - reprezintă un subiect tabu. Actualul sistem monetar permite băncilor monopolul asupra creaţiei monetare, a cărei modalitate unică este îndatorarea. În consecinţă, agenţii economici trebuie să se îndatoreze perpetuu iar economia trebuie să crească exponenţial pentru a susţine sistemul piramidal al creditării (de aici provine şi obsesia creşterii economice – o creştere care nu poate continua la infinit, evident). Sistemul monetar, creat să înlesnească fluxurile reale, a ajuns să le controleze evoluţia şi beneficiază de extragerea constantă a unei rente

din economia reală. Dependenţa de sistemul monetar apare mai evident în perioade de instabilitate financiară, cum este cea din prezent, când creditarea se reduce, fapt ce frânează economia reală şi duce la imposibilitatea returnării vechilor credite.

Aceste aspecte au fost foarte puţin amintite, atât în mediul academic, cât şi în cel de afaceri. Majoritatea teoreticienilor au preferat să le ignore, considerându-le subiecte încheiate, în timp ce populaţia şi mediul de afaceri nu le cunosc. Afirmaţia următoare, atribuită industriaşului Henry Ford, oglindeşte surprinderea celor din urmă, atunci când conştientizează mecanismul monetar: ”*este foarte bine că populaţia nu înţelege sistemul nostru bancar şi monetar, pentru că dacă ar face-o, ar începe o revoluţie până mâine dimineaţă*”. Totuşi, odată cu criza globală, gradul de conştientizare a sistemului monetar a crescut, apărând tot mai multe întrebări legate de legitimitatea monopolului bancar asupra creaţiei monetare.

Pentru a reduce dependenţa faţă de sistemul bancar, care în perioada post-criză a limitat drastic creditul, în unele ţările dezvoltate (SUA, Canada, Marea Britanie) s-au dezvoltat monede locale, complementare monedei naţionale. Totodată, au apărut propuneri de creare a unor bănci publice de dezvoltare[10]. Aceste bănci utilizează depozitele publice pentru susţinerea economiei locale. Ele nu rezolvă însă problema sistemului piramidal al creditului, ci doar temperează simptomele, compensând lipsa creditului privat în anumite perioade de timp. Marea provocare rămâne găsirea unui sistem public[11] de creştere a masei monetare, fără îndatorare, creştere proporţională cu creşterea volumului bunurilor şi serviciilor din economie. Sistemul nu ar trebui să mai constituie o afacere în sine, cu profituri uriaşe, cum a fost până în prezent, iar banii ar trebui să-şi recapete menirea de a înlesni fluxurile reale, nu de a le controla.

A doua sursă a instabilităţii – deflaţia datoriei – îşi are originea tot în relaţia bidirecţională dintre credit şi economia reală. În perioadele de ascensiune economică, datoriile cresc susţinut, în paralel cu economia reală. Când apare o plafonare a creşterii economice şi a preţurilor activelor, veniturile/câştigurile de capital nu mai justifică noi credite şi/sau nu mai pot asigura serviciul datoriilor vechi, fapt ce generează cercul vicios al deflaţiei datoriei, între credit şi economia reală. În mod periodic, agenţii economici trec prin perioade de incapacitate de plată a unor datorii, urmate de falimente

[10] Mai multe detalii pot fi accesate la adresa http://publicbankinginstitute.org

[11] Propuneri privind un astfel de sistem au fost realizate, printre alţii, de Stephen Zarlenga, director al Institutului Monetar American (https://www.community-exchange.org/docs/american-monetary-reform-act.pdf) şi de congresmanul american Dennis Kucinich (http://www.monetary.org/wp-content/uploads/2013/01/HR-2990.pdf).

şi transferul unor active către creditori, după care îndatorarea îşi reia cursul ascendent şi ciclul se reia.

Fenomenul este amplificat de dezvoltarea tranzacţiilor cu active financiare şi imobiliare - a treia sursă a instabilităţii -, ale căror preţuri suferă de o puternică volatilitate. În perioadele de regres al acestor preţuri, returnarea creditelor în scopuri speculative trebuie suportată de veniturile economiei reale, cu efect recesionist.

Pentru evitarea efectelor negative ale creditării excesive (eradicarea lui este imposibilă), soluţia cea mai des vehiculată este înăsprirea reglementării şi supravegherii instituţiilor financiare, alături de o permanentă actualizare a reglementării, în încercarea de a ţine pasul cu dinamica inovaţiei financiare. Acest lucru, deşi foarte util, nu face decât să ascundă simptomele unui sistem monetar instabil (şi inechitabil) prin însăşi natura sa piramidală, sistem care, cu cât i se va permite să se dezvolte mai mult, cu atât va domina mai mult economia reală şi îi va afecta stabilitatea.

BIBLIOGRAFIE

1. Bernanke, B.S.; Gertler, M. (1995) – *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, NBER Working Paper No. 5146
2. Bertocco, G. (2002) - *The Role of Credit in a Keynesian Monetary Economy*, Universita Dell'Insubria Facolta di Economia, Working paper 39
3. Bezemer, D. (2012) – *Finance and Growth: When Credit Helps, and When it Hinders*, Conference Paper, Session "Socially Useful Financial Systems", April 2012
4. Boivin, J.; Kiley, M.T.; Mishkin, F.S. (2010) – *How Has the Monetary Transmission Mechanisms Evolver over Time*, NBER Working Paper Series Nr. 15879, April
5. Cecchetti, S.G.; Mohanty, M.S.; Zampoli, F. (2011) – *The Real Effects of Debt*, BIS Working Paper no. 352
6. Croitoru, L. (2013) – *Democraţie, relaxări cantitative, capcana lichidităţii şi independenţa Băncii Centrale*, Curs de guvernare, 4 ianuarie 2013
7. Cuncea, C. (2013) - *ANL: Prima Casă a avut un efect în economie aproape zero, trebuie sprijin pentru construcţiile noi,* Ziarul Financiar, 25 octombrie
8. Earley, J.S. şi alţii (1976) - *Source and use analytics*, în J.C. Dawson (ed.) (1996), *Flow-of-Funds Analysis: A Handbook for Practioners* (Armonk, NY: M.E. Sharpe)
9. Eggertson, G. B.; Krugman, P. (2010) – *Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*, Working Paper of Federal Reserve Bank of New York
10. Fisher, I. (1935) – *100 % Money*, Chapter III: *The Reserve Problem*, http://fisher-100money.blogspot.ro/
11. Fisher, I. (1933) – *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, Econometrica, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/fisdeb33.pdf?utm_source=direct_download
12. Fisher, I. (1930) – *The Theory of Interest*, The MacMillan Company, New York, http://files.libertyfund.org/files/1416/0219_Bk.pdf
13. Godley, W., Lavoie, M. (2007) – *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth,* London, Palgrave Macmillan

14. Godley, W.; Zezza, G. (2006) – *Debt and Lending: A Cri de Coeur,* The Levy Economics Institute of Bard College, 2006 /4
15. Hagemann, H. (2013) – *Schumpeter's Theory of Economic Development*, Paper presented at the University of Kragujevak, March 13th 2013
16. Hagemann, H. (2010) – *L. Albert Hahn's Theory of Bank Credit*, Working Paper no. 134, University of Economics and Business, Vienna
17. Hahn, L.A. (1963), *Fünfzig Jahre zwischen Inflation und Deflation*, Tübingen: J.C.B. Mohr (Paul Siebeck)
18. Hahn, L. A. (1920) – *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*, Tubingen 1920: JCB Mohr (Paul Siebeck)
19. Hudson, M. (2009) – *The Lost Science of Classical Political Economy*, Michael Hudson blog, Sunday, December 20, 2009
20. Hudson, M. (2004) – *Saving, Asset-Price Inflation, and Debt-Induced Deflation*, Post-Keynesian Conference, Kansas City, June 27
21. Iancu, A. (2010) – *Sinteză privind modelarea fragilităţii sistemului financiar*, Studii economice 101213, Institutul Național de Cercetări Economice
22. Iancu, A. (2013) – *Extinderea financiarizării şi accentuarea fragilităţii sitemului financiar*, Studii economice 130128, Institutul Național de Cercetări Economice
23. IMF (2011) – *Global Financial Stability Report*, April 2011
24. Keen, S. (2011) – *A much more nebulous conception*, Steve Keen's DebtWatch, September 4, 2011
25. Keen, S. (2009a) – *The Rowing Cavaliers of Credit*, Steve Keen's DebtWatch No 31 February 2009
26. Keen, S. (2009b) – *Household Debt – The Final Stage in an Artificially Extended Ponzi Bubble*, The Australian Economic Review, vol.42, no.3
27. Keen, S. (2007) – *Deeper in Debt. Australia's Addiction to Borrowed Money*, Centre for Policy Development, Occasional Papers No.3
28. Keynes, J. M. (1937) – *The 'ex ante' theory of the rate of interest*, The Economic Journal Vol. 47, No. 188. December 1937
29. Krugman, P. (2012) – *Minsky and Methodology (Wonkish),* The New York Times, March 27
30. Kydland, F.E.; Prescott, E.C. (1990) – *Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth*, Federal reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Spring
31. Lavoie, M. (2008) - *Towards a post-Keynesian consensus in macroeconomics: Reconciling the Cambridge and Wall Street views*, 12th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policy, "Macroeconomic Policies on Shaky foundations – Wither mainstreameconomics", Berlin
32. Marx, K. (1894) – *Capital*, volume III, part V, Chapter 33: *The Medium of Circulation in the Credit System*, disponibil la: https://www.marxists.org/archive/marx/works/1894-c3/ch33.htm
33. Minsky, H. (1992a) – *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working paper no. 74
34. Minsky, H. (1992b) – *The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions*, Hyman P. Minsky Archive, paper 179, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College
35. Minsky, H. (1988) – *Schumpeter: Finance and Evolution*, Hyman P. Minsky Archive, paper 314, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College
36. Minsky, H. (1986) – *Stabilizing un Unstable Economy*, McGraw-Hill Companies, May, http://digamo.free.fr/minsky86.pdf
37. Minsky, H. (1982) – *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance,* M.E. Sharp Publishing House, New York
38. Minsky, H. (1963) – *Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depression*, Hyman P. Minsky Archive, paper 266, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

39. von Mises, L. (2006) – *The Causes of the Economic Crises and Other Essays Before and After the Great Depression,* Edited by Percy L. Greaves, Jr., Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama
40. Mishkin, F.S. (1999) – *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*, The Journal of Economic Perspectives Vol. 13, No. 4 (Autumn, 1999)
41. Moore, B. (1983) – *Unpacking the post Keynesian black box: bank lending and the money supply,* Journal of Post Keynesian Economics Vol. 5, No. 4 (Summer, 1983)
42. Palley, T. I. (2009a) – *A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises*, IMK Macroeconomic Policy Institute Working Paper no. 5, June 2009
43. Palley, T. I. (2009b) – *The Simple Analytics of Debt-Driven Business Cycles*, Working paper no. 200, Political Economy Research Institute
44. Palley, T. I. (1994) – *Debt, Aggregate Demand and Business Cycle*, Journal of Post Keynesian Economics, vol.16, no.3, Spring
45. Quiggin, J. (2009) – *Refuted / obsolete economic doctrines #7: New Keynesian macroeconomics*, Crooked Timber blog, May 9, 2009
46. Sapir, J. (2013) – *Credit, indebtedness and economic growth. A tale of two (capitalist) regimes*, Hypotheses blog, 1 September 2013
47. Schumpeter, J. A. (1939) – *Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company
48. Schumpeter, J. A. (1934) – *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, reprinted 1949, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press
49. Wicksell, K. (1936) – *Interest and Prices. A study of the causes regulating the value of money*, Sentry Press, New York, originally published: 1936, reprinted: 1962, by arrangement with the Royal Economic Society
50. Wray, L. R. (2004) – *The Credit Money and State Money Approaches*, University of Missouri – Kansas City, Working Paper no. 32, April
51. Wray, L. R. (2001) – *The Endogenous Money Approach,* University of Missouri – Kansas City, Working Paper no. 17, August