



ACADEMIA ROMÂNĂ
INSTITUTUL NAȚIONAL DE CERCETĂRI
ECONOMICE

STUDII ECONOMICE

*Creditarea și instabilitatea economică.
Studiu de sinteză*

Dan Constantin Olteanu

București
2014

ISSN: 2285 – 7036 INCE – CIDE,
București, 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 și expansiunea puterii de cumpărare	9
5. Îndatorarea și instabilitatea financiară	13
6. Dezvoltarea sectorului financiar. Creditul și baloanele speculative ..	16
7. Endogenitatea creditului	18
8. Reglementarea creditului	20
9. Remarci finale	21
Bibliografie	23

CREDITAREA ȘI INSTABILITATEA ECONOMICĂ. STUDIU DE SINTEZĂ

DAN CONSTANTIN OLTEANU¹

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 și recesiunile ulterioare, inclusiv actuala recesiune globală, constituie perioade în care dependența economiei de alimentarea cu credit apare mult mai evidentă, comparativ cu perioadele de ascensiune (bunăstare) economică. Deși rolul monedei îl reprezintă facilitarea tranzacțiilor și a comerțului, 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 și servicii mai mare ca niciodată, paradoxal, circulația 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 creșterii economice este imposibilă pe termen mediu și lung. Mai mult, din cauza sistemului piramidal al îndatorării, absența noilor credite face ca vechile credite să fie plătite tot mai greu. La rândul său, intensitatea redusă a activității economiei reale frânează în continuare creditarea, astfel încât apare un cerc vicios. În prezent, țările europene – atât cele dezvoltate din vest, cât și

¹ Institutul Național de Cercetări Economice „Costin C. Kirițescu” al Academiei Române, danolteanu@ince.ro.

cele emergente est-europene – simt din plin acest fenomen. Pentru cea de-a doua grupă de țări, amplitudinea fenomenului și implicațiile negative sunt deosebite deoarece acestea (țările) s-au aflat, în perioada premergătoare crizei, în plin proces de adâncire a intermedierei financiare, proces caracteristic economiilor emergente.

Actuala ”mare recesiune” globală, după cum este denumită în mediile academice, a readus în centrul discuțiilor controversale legate de rolul creditului/datoriei în economie. Opiniile emise variază între, pe de o parte, extrema renegării creditului și a propunerii ca banii să intre în economie prin alte moduri decât prin îndatorare și, de cealaltă parte, opinii mai moderate conform cărora nu creditul este vinovat de supraîndatorare și instabilitate economică, ci insuficienta reglementare a acestui proces, alături de lipsa de supraveghere a instituțiilor 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 și noii Keyneșiști nu alocă banilor și creditului un rol determinant. Banii sunt doar o corespondență 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 privește 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 și canalul bilanțier). Crizele financiare din țările 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 forțe endogene. Ipoteza este susținută de faptul că, în prezent, eforturile băncilor centrale de stimulare a creditării sunt neputincioase în lipsa cererii de finanțare a activității economice. Ca urmare, evoluția economiilor naționale 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 relației bidirecționale între evoluția creditării și cea a economiei reale? în ce măsură o creditare/îndatorare excesivă poate contribui la instabilitatea cererii interne și a veniturilor? cum a afectat dezvoltarea fără precedent a sectorului financiar relația dintre credit și economia reală? în ce măsură creditul este / a devenit un proces endogen și în ce măsură banca centrală îl mai poate controla ?

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

creditării/îndatorării și stabilitatea macroeconomică, în general, și în perioada crizelor financiare, în special². 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 secțiunea a doua vom analiza lacunele teoretice privind rolul creditului / datoriei în economie; secțiunea a treia detaliază implicațiile caracterului piramidal al procesului de creditare/îndatorare; în secțiunea a patra vom analiza efectele expansiunii puterii de cumpărare generată de credit; secțiunea a cincea arată modul în care supraîndatorarea interferează cu procesul creșterii economice; secțiunea a șasea relevă implicațiile dezvoltării sectorului financiar asupra îndatorării și asupra veniturilor economiei reale; secțiunea a șaptea tratează problema endogenității creditului; secțiunea opt analizează reglementarea creditului; ultima secțiune 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 - și noii Keynesiști (dezvoltarea modelelor echilibrului dinamic stochastic general) nu alocă banilor și creditului un rol activ. Banii sunt doar o corespondență în plan financiar a fluxurilor din economia reală, iar creditul constituie un simplu transfer al aceleiași puteri de cumpărare de la creditor la debitor. Bezemer (2012, p.7) remarcă faptul că această abordare ”*contrazice însăși natura proceselor financiare, care este îndatorarea: crearea titlurilor de creanță și a instrumentelor de creditare în exces față de outputul curent*”. Ca urmare, îndatorarea implică sporirea puterii de cumpărare, care reprezintă rădăcina efectelor pozitive și negative, în economie.

Quiggin (2009) observă că actuala teorie economică a noilor Keynesiști, apărută ca o reacție la absolutismul pieței libere promovată de neoclasici, permite anumite abateri de la ipoteze precum competiția perfectă sau eficiența pieței 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 agenților economici, cu efect recesionist. Poate tocmai din acest motiv, prognozele generate de aceste modele au devenit tot mai divergente față de evoluțiile reale ale economiei, culminând cu incapacitatea de a trage un semnal de

² Vom dezvolta în această analiză și unele teorii menționate într-un studiu anterior (Olteanu, 2011, p.82-89), în care am prezentat mecanismul îndatorării printre cauzele crizelor financiare.

alarmă în legătură cu fenomenele care au condus la criza din 2008. Steve Keen (2011) remarcă ironic faptul că, puși în situația de a alege între realitate și ipotezele asumate, economiștii neoclasici au preferat să îmbrățișeze în continuare aceste ipoteze, pentru că, majoritatea, nu aveau cunoștință despre evidențele empirice care contraziceau teoria.

Principalul motiv pentru care modelele macroeconomice actuale nu sunt capabile să explice pe deplin mecanismele de apariție a crizelor financiare este că nu s-a reușit încorporarea creditului și a îndatorării. Considerând o economie închisă, creditul total (datoria totală) net este nul. Ca urmare, este greu de presupus o influență a nivelului creditului în economie, deoarece datoria unui agent economic reprezintă creanța altuia, iar datoria totală reprezintă bani pe care agenții economici dintr-o țară (făcând abstracție de componenta externă) îi datorează lor înșiși (Eggertsson și Krugman, 2010, p. 3). Altfel spus, la orice moment de timp, datoriile tuturor debitorilor egalează creanțele tuturor creditorilor (Cecchetti, Mohanty și Zampolli, 2011, p. 2). Doar distribuția inegală a datoriei este socotită de Eggertsson și Krugman a conta în apariția unor debitori în incapacitate de plată.

Curentul principal de gândire economică (mainstream economics) din prezent nu privește creditul ca pe un fenomen independent care conduce periodic la supraîndatorare și instabilitate, cum este văzut de Minsky, ci doar ca un accelerator financiar, adică *”un set de factori care amplifică și propagă efectul convențional al ratei dobânzii”* (Bernanke și Gertler, 1995, p. 2). În teoria noilor Keynesiști, politica monetară joacă un rol central în neutralizarea unui șoc extern, iar rolul creditului este analizat prin prisma mecanismelor bancare de transmisie a politicii monetare. Astfel, creditul influențează intensitatea efectelor în economie a instrumentelor de politică monetară, pe următoarele căi (Boivin și alții, 2010, p.17-21) : (i) canalul creditului bancar, prin care modificarea rezervelor băncilor, prin intervențiile băncii centrale, ajustează oferta de credit a băncilor; (ii) canalul capitalului bancar, în care rata dobânzii influențează profitabilitatea (a cărei reducere implică o deteriorare a situației bilanțiere pe termen lung) și prețurile activelor bancare (o scădere a celor din urmă implică reducerea capitalului propriu și băncile sunt nevoite să reducă volumul creditelor pentru a remedia raportul capital/active); (iii) canalul bilanțier (non-bancar), prin care politica monetară, prin rata dobânzii, influențează prețurile activelor deținute de agenții 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 declanșarea crizei, asupra instabilității pe care o poate genera

creditarea și supraîndatorarea, a trezit interesul cercetătorilor pentru reconsiderarea unor teorii emise de-a lungul timpului de autori precum J. A. Schumpeter, I. Fisher și, mai recent, de H. Minsky, W. Godley sau S. Keen, teorii în care componenta financiară și creditul/îndatorarea joacă un rol semnificativ. Studiarea 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 stabilității economice, am considerat necesară o scurtă analiză a *procesului* de creditare/îndatorare, pentru că însuși 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 și dobânda aferentă, dobândă care nu a fost creată odată cu acordarea creditului. Pentru a putea fi achitate și dobânzile, masa monetară trebuie să fie suplimentată continuu de alți debitori, prin obținerea 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 permanență agenți economici care să fie creditați de către bănci, masa monetară nu ar mai crește și datoriile scadente nu ar mai putea fi onorate. Practic, economia este la dispoziția sistemului bancar; în lipsa fluxului continuu de credit, restituirea treptată a vechilor credite ar face ca masa monetară să se contracte abrupt, iar tranzacțiile economice să nu mai poată continua.

Alimentarea economiei cu noi credite și suplimentarea cantității de monedă, necesară achitării vechilor credite, este în strânsă legătură cu creșterea valorii tranzacțiilor cu bunuri, servicii și active financiare. Pe de o parte, în cazul economiei reale, este necesar ca procesul creșterii economice să susțină cererea de credit, astfel încât sporirea treptată a cererii de bunuri și servicii comercializate să asigure creșterea veniturilor și înapoierea creditului (principal și dobândă). Pe de altă parte, în cazul pieței financiare, creșterea tranzacțiilor cu active financiare trebuie să susțină cererea de credit pentru investiții financiare, astfel încât câștigurile de capital să permită returnarea datoriilor.

Dar creșterea exponențială a datoriilor, datorată atât poverii dobânzilor cât și comportamentului irațional al debitorilor și slabei reglementări, face ca, pe anumite segmente ale ciclului economic și/sau financiar, datoria să sporească mai rapid decât outputul (venitul) și câștigurile 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 datoriei³, *cererea* de credit scade, iar vechile datorii devin tot mai greu de plătit. Același lucru se întâmplă și atunci când, din diferite motive, ritmul tranzacțiilor și, implicit, veniturile din aceste tranzacții, nu mai pot ține pasul cu ritmul îndatorării. Un risc sporit prezintă cazul pieței financiare, unde returnarea creditelor speculative este legată de creșterea prețurilor activelor, prețuri care mai devreme sau mai târziu vor suferi o plafonare / scădere și vor genera reducerea cererii de credit.

O altă problemă care poate apărea este că, în perioadele de reducere a lichidităților pe piețele financiare sau datorită riscului de creditare ridicat (informații asimetrice între creditori și debitori etc.), ritmul *ofertei* de credit scade considerabil. Efectul recesionist conduce, ca și în cazul reducerii cererii de credit, la o îndatorare exagerată în raport cu veniturile disponibile, venituri care nu mai pot susține creșterea masei monetare necesară achitării vechilor datorii. Chiar dacă economia produce un volum de bunuri și servicii suficient, plata datoriilor nu poate fi făcută cu bunuri și servicii, ci doar cu bani, a căror existență depinde total de creditarea băncilor. Și pe piața financiară, contracția ofertei de creditare reduce prețurile activelor, iar câștigurile de capital nu mai permit returnarea datoriilor. Mai mult, valoarea de piață a firmelor scade și influențează negativ (acceleratorul financiar) posibilitatea de obținere de noi credite.

Din această neconcordanță între creditare și evoluția 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 și unul extins, caracteristic marilor recesiuni/crize financiare. Fenomenul este favorizat și de faptul că distribuția datoriilor pe agenți economici (firme și gospodării) nu este proporțională 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.

³ Minsky (1986, p.131) este de părere că oferta de credit se reduce atunci "*când o parte semnificativă a bancherilor și a (potențialelor) întreprinderi debitoare cred că profiturile viitoare nu ar respecta angajamentele care ar fi incluse în noile datorii*".

Deoarece, la orice moment de timp, masa monetară din economie nu este suficientă pentru restituirea principalului și a dobânzii tuturor creditelor - cu atât mai mult în perioadele de supraîndatorare - pentru a evita incapacitatea de plată, agenții economici se află într-o competiție acerbă pentru banii existenți în economie la un moment dat de timp, ei fiind singurul mijloc de plată. Acest aspect contribuie, alături de motivația profitului, la menținerea unei concurențe extreme, atât la nivelul companiilor, cât și la nivel individual. Deopotrivă, cantitatea limitată de bani din economie conduce la o preocupare continuă a agenților economici de a acumula avere, ca măsură de precauție, de prevenire a falimentului.

Cele de mai sus conduc la o preocupare continuă a companiilor de sporire a productivității (creșterii economice), care nu e motivată doar de profit și bunăstare, ci de obținerea unui randament al capitalului peste rata dobânzii, în scopul achitării serviciului datoriei. La nivel macroeconomic, această creștere economică exponențială necesară menținerii în funcțiune a mecanismului îndatorării duce la exploatarea fără discernământ a resurselor, alături de suprasolicitarea forței de muncă.

4. Creditul și 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 oscilațiilor ample ale consumului și investițiilor, în situația unor șocuri ale veniturilor/profiturilor. Ca urmare, evoluția cererii agregate și a produsului intern vor fi și ele mai monotone, existând chiar ipoteza dispariției treptate a ciclului economic – infirmată de realități. Un alt beneficiu al creditului, valabil în măsura în care veniturile sunt în permanentă creștere, este transferul de bunăstare din viitor în prezent (alegeri intertemporale de consum). Însă cel mai important rol al creditului este cel al stimulării creșterii economice, semnalat inițial încă din timpul lui Schumpeter și confirmată mai târziu de Minsky.

Schumpeter (1934, p.73) arăta că procesul de creditare implică crearea 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 condiție esențială pentru finanțarea activităților inovative, considerate a fi principalul factor al dinamicii outputului, în capitalism: *”inovațiile sunt realizate prin intermediul banilor împrumutați, ceea ce, în general, ... implică crearea de credit”* (Schumpeter, 1939, p. 216). Antreprenorii

sunt dependenți de credit, pentru că el este sursa fondurilor necesare pentru crearea și operaționalizarea întreprinderilor (idem, p. 109). Se asumă existența 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 susținători ai creditului (este vorba doar de cel antreprenorial), accentuează efectul productiv al creditării. În viziunea sa, apariția de noi bunuri și servicii pe piață este rezultatul direct al creditului; în lipsa celui din urmă, aceste bunuri rămân neproduse (Hahn, 1963, citat de Hagemann, 2010, p.2). Keynes considera, și el, creditul ca fiind esențial în creșterea economică, deoarece „*tranziția de la un nivel mai jos către un nivel mai ridicat al activității (economice – n.a.) implică creșterea cererii pentru lichidități*”, în a căror furnizare „*băncile dețin poziția - cheie*” (Keynes, 1937, p. 668).

Un continuator al ideilor lui Schumpeter, H. Minsky (1982, p.6) arată că procesul de creștere a cererii agregate (și implicit a veniturilor) necesită cheltuieli în exces față de veniturile curente, finanțate prin îndatorare sau vânzare de active. Mai recent, post-Keynesiștii Godley și Lavoie (2007, p. 49) confirmă concluzia lui Earley și alții, care consideră că fluctuațiile împrumuturilor sunt determinantul primordial al variației cheltuielilor. Pentru ca outputul să crească, este nevoie să apară un surplus de cerere față de actualul nivel al venitului (idem, p.118). Acest impuls dat cererii agregate este asigurat chiar de banii obținuți prin creditare. În acest mod, disponibilitatea creditului capătă un rol important în asigurarea creșterii economice, în timp ce lipsa creditului frânează creșterea outputului.

Impactul major al creditului asupra activității economice, prin intermediul suplimentării puterii de cumpărare, este considerat de unii autori ca fiind nejustificat, deoarece sistemul financiar capătă, astfel, control asupra activității economice. Cel mai vehement critic al sistemului monetar capitalist, Karl Marx (1894), afirma: „*Sistemul de creditare, axat pe așa-numitele bănci naționale și pe marii creditori și cămătări care îi înconjoară, ... dă acestei clase de paraziți fabuloasa putere ... de a interveni în producția efectivă, în cel mai periculos mod*”.

În prezent, unul dintre economiștii „neortodocși” care insistă asupra rolului excedentului de cerere agregată, generat de creditare, este australianul Steeve Keen. În studiul său din (2009b, p. 350), Keen pornește de la asumția că cererea agregată reprezintă suma dintre venitul (PIB) anterior creditării și

fluxul de credit nou creat⁴, egalitate pe care o denumește ”legea Schumpeter-Minsky”. Altfel spus, la nivel individual, cererea unui consumator/investitor este dată de salariu/venit plus sumele împrumutate. Pe baza acestei relații, el constată că, începând din 1980, cererea finanțată de credit (datorie) din Australia constituie 20% din totalul cererii agregate. În consecință, reducerea nivelului creditului, relativ la cerere (dezîndatorarea) din perioada crizei va conduce la o contracție severă a outputului și a ocupării. O astfel de ipoteză este greu de verificat, pentru că o parte a creditului nu este folosită pentru consum sau investiții productive, ci pentru investiții speculative în active financiare. Lipsa datelor statistice nu permite delimitarea ponderii creditului direcționat către economia reală, care sporește cererea, și a celui speculativ, care nu influențează (direct, cel puțin) cererea de bunuri și servicii.

Tot de la suplimentarea puterii de cumpărare pornesc și efectele negative ale creditării. Încă din 1928, von Mises avertiza că expansiunea creditului ”de circulație” - care nu este bazat pe economisire (depozite) - imprimă sectorului întreprinderilor un trend nesustenabil: *„creșterea afacerilor, determinată de disponibilitatea unui credit facil, se dovedește a fi o prosperitate iluzorie”* (von Mises, 1928, p. 108). Deopotrivă, într-o analiză a cauzelor crizelor economice, menționează că *„mai de vreme sau mai târziu va apărea evident că această situație economică este construită pe nisip”, iar „expansiunea creditului ... va avea un final”* (von Mises, 1931, p. 162). Cauza supracreditării este considerată a fi reducerea dobânzii la împrumuturi, de către bănci, sub nivelul de echilibru (rata naturală), iar efectul o creștere a prețurilor și salariilor. Ulterior, limitarea creditării conduce la creșterea ratei dobânzii din cauza creșterii cererii de bani, iar prețurile se vor reduce din cauza vânzării rapide a stocurilor, în scopul obținerii de lichidități de către firme. Așadar, von Mises pune fazele ciclului economic și eventualele crize financiare pe seama umflării și 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 inflație pe piața bunurilor și serviciilor, la formarea de baloane speculative pe piețele financiare, la supraîndatorarea sectorului privat, fenomene care stau la baza crizelor financiare (le vom detalia în secțiunile următoare).

⁴ Se referă la componenta de credit endogen creat „din nimic”, nu și la cel creat din economisire, care nu sporește 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.

Un alt aspect negativ este acela că suplimentarea puterii de cumpărare din prezent implică o reducere mai amplă (amplitudinea depinde de termenul scadenței) a puterii de cumpărare din viitor, datorită dobânzilor care vor trebui plătite, pe lângă creditul inițial (principalul). Dobânzile compuse necesită sume care, de multe ori, egalează și chiar depășesc valoarea inițială a creditului (de exemplu, la un credit imobiliar pe termen lung, suma ratelor plătite – principal și dobândă - ajunge să fie aproximativ dublă față de suma inițială împrumutată). În acest mod, mecanismul creditării/îndatorării implică deturnarea cronică, de către sistemul bancar, a unei părți a veniturilor obținute din tranzacțiile cu bunuri și 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 față de câștigul de consum anterior. În ce privește creditorii, efectul pe termen lung este, evident, unul pozitiv. Problema este că aceste urmări căpătă un caracter cumulativ și 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 achiziționeze bunuri în prezent, în defavoarea veniturilor viitoare, fapt ce o va face și 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 țări, bogații și săracii ajung să fie adânc și permanent divizați, primii constituind o aristocrație moștenitoare a bunăstării, iar ultimii - un proletariat neajutorat*” (Fisher, 1930, p. 336). Mai mult, „*majoritatea săracilor, odată ajunși în stratul inferior, probabil că vor rămâne acolo*” (idem, p. 339-340).

La nivel național, sporirea bunăstării este încetinită, deoarece este absorbită, în scopuri neproductive, o parte a contribuției adusă veniturilor de trendul ascendent al productivității factorilor. Astfel, dacă privim în ansamblu perioada ultimelor 5-6 decenii, observăm că ritmul fără precedent al inovației și al progresului tehnologic nu a condus, după cum se aștepta, la o creștere pe măsură a veniturilor/bunăstării individuale. Una dintre cauze este tocmai această rentă extrasă constant, din veniturile economiei reale. Alte cauze sunt inflația și creșterea salariilor reale într-un ritm mai redus față de ritmul productivității muncii. După cum arată Iancu (2013, p.18) o serie de economiști radicali consideră că „*îndatorarea excesivă a populației ... 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 și mai mult veniturile viitoare.

5. Îndatorarea și instabilitatea financiară

Schumpeter considera că nu excesul de credit este factorul declanșator al crizelor, ci deflația creditului (masei monetare), prin alocarea unei părți importante din veniturile antreprenoriale pentru serviciul datoriei, în perioadele când noile produse apar pe piață, arată Hagemann (2013, p. 13). Ipoteza deflației datoriei constituie și una dintre temele centrale ale gândirii lui Fisher. În primul rând, el demască iluzia echilibrului economic, afirmând că întotdeauna vor apărea perturbații 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 deviație de la punctul de echilibru poate constitui o explicație a evoluțiilor ascendente nesustenabile ale economiei, urmate de recesiuni / depresiuni. Fisher se îndoiește de asumarea unor factori precum supraproducția, subconsumul, economisirea excesivă sau discrepanța economisire-investiții, drept cauze principale în generarea fazelor ciclului economic.

Determinanții esențiali ai erodării sustenabilității sunt considerați de Fisher a fi apariția supraîndatorării, urmată de deflație. Supraîndatorarea este considerată a fi atât o cauză în sine, cât și o circumstanță agravantă pentru alte cauze mai puțin importante, precum suprainvestițiile și speculațiile. Mai concret, succesiunea evenimentelor care aruncă o economie în recesiune sunt următoarele: mai întâi apariția unor oportunități de investiții și profit, cuplată cu o politică de creditare relaxată, dau naștere la o creditare susținută, fie pentru investiții (credit productiv), fie pentru speculații (credit nonproductiv). Când îndatorarea atinge niveluri nesustenabile, firmele întrerup finanțarea externă (de la bănci) și inițiază lichidarea unei părți a datoriilor, prin vânzare de active. Consecințele constau în reducerea depozitelor, prin plata datoriilor existente în lipsa contractării altora noi, reducerea prețurilor și a veniturilor, scăderea valorii de piață a firmelor, contracția activității economice și a ocupării (Fisher, 1933, p. 342).

Ipoteza lui Fisher privind permanența dezechilibrului variabilelor economice este continuată de Minsky prin teoria fragilității financiare. După cum sintetizează Palley (2009a, p. 3), Minsky se concentrează pe evoluția proceselor economice din capitalism, în timp ce teoria economică modernă (atât neoclasică, cât și cea a noilor Keyneșiști) se ocupă de analiza echilibrului și 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 agenții economici, în contextul unui grad înalt de îndatorare al companiilor / gospodăriilor și al unei nivel redus al lichidității "ultime" (cu valoare fixă, permanent disponibile); instituirea panicii financiare.

Perioadele de prosperitate conduc inevitabil la instabilitate și crize financiare, datorită deteriorării situației bilanțiere (relația venituri – datorii) a companiilor. *"Ipoteza instabilității financiare este, prin urmare, o teorie a impactului datoriei asupra comportamentului sistemului (economic – n.a.)"* (Minsky, 1992a, p.6). Prin creșterea treptată a gradului de îndatorare se ajunge la situația în care firmele nu-și mai pot achita datoriile scadente din fluxul de venituri și recurg la noi împrumuturi sau vânzare de active (finanțare de tip Ponzi)⁵. Prețurile activelor scad, fapt ce pune în dificultate de finanțare și firmele care inițial nu erau afectate de povara datoriilor; activitatea economică este frânată și apare procesul de dezîndatorare, descris de Fisher.

Fragilizarea treptată a situației bilanțiere a gospodăriilor și a companiilor non-financiare are efect de reducere a consumului și investițiilor, respectiv de deteriorare a calității activelor (creditelor) bancare. De asemenea, capacitatea de plată a serviciului datoriei devine foarte sensibilă la cel mai mic șoc al veniturilor (cazul gospodăriilor) sau al profiturilor (cazul companiilor) care poate genera un cerc vicios venituri-creditare (deflația datoriei), cu efect recesionist. Țările cu expunere externă ridicată (ne referim la veniturile din comerț și la finanțarea externă a instituțiilor creditoare) sunt expuse și șocurilor din țările partenere comercial sau din cele investitoare, după cum s-a întâmplat în estul Europei, începând cu 2007. Alteori, incapacitatea de plată este urmarea creșterii ratei dobânzii. Dar chiar și în lipsa unui șoc, intern sau extern, supraîndatorarea tinde să reducă, treptat, venitul disponibil pentru consum și investiții, cu efect negativ asupra cererii agregate, iar în final se ajunge la incapacitate de plată.

"Capitalismul managementului financiar", cum descrie Minsky perioada ulterioară "capitalismului managerial", are ca principală caracteristică dezvoltarea investitorilor instituționali (pensii private, fonduri mutuale) și deținerea de către aceștia a unei părți considerabile din acțiunile 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).

⁵ Pentru o sinteză detaliată a modelelor lui Minsky se poate consulta Iancu (2010, p.9-12).

Consecința constă într-un grad de îndatorare tot mai ridicat și fragilizarea stabilității 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 mulți autori confirmă că Fisher și Minsky au avut dreptate.

Gradul de îndatorare al sectorului privat a început să fie luat în calcul odată cu abordările microeconomice ale curentului post-Keynesist⁶, 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 și 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 înclinație marginală către consum redusă) către debitori (cu înclinație 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 tranzacții economice dintre sectoarele economice). Cele mai complete abordări de acest tip sunt realizate de Godley și Lavoie, care asumă endogenitatea stocului de bani și dependența sa de cererea agregată. Creditul bancar acordat companiilor este considerat a fi pozitiv corelat cu nivelul stocurilor și negativ cu profitabilitatea și creditele neperformante, iar cel acordat gospodăriilor depinde de rata reală a dobânzii și de venitul disponibil (Godley și 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 și outputul vor scădea comparativ cu situația anterioară, din cauza serviciului datoriei (idem, p. 428-429).

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

⁶ O amplă sinteză a evoluției acestor modele post-Keynesiste este realizată de Lavoie (2008).

Atât Fisher (1933, p. 346), cât și, mai târziu, școala monetaristă considerau că cercul vicios al deflației datoriei și recesiunea ulterioară ar putea fi stopate prin stimularea prețurilor, utilizând instrumentele specifice politicii monetare. Dar realitățile din ultimii ani au arătat că nici reducerea ratei dobânzii, nici relaxările cantitative nu mai sunt eficiente. Prima cauză este așa-numita „capcană a lichidității”, care la momentul actual⁷ semnifică faptul că, deși apare o scădere a dobânzii de referință până aproape de zero, ea este insuficientă pentru stimularea economiei, datorită unor aspecte specifice perioadei recesioniste (așteptări deflaționiste, preferința pentru economisire, dobânzi ridicate la creditare etc.). O altă cauză, care face ca și relaxările cantitative să devină ineficace, este caracterul endogen al creditului, pe care îl vom analiza în secțiunea 7.

6. Dezvoltarea sectorului financiar. Creditul și baloanele speculative

Stabilitatea veniturilor economiei reale a devenit tot mai amenințată odată cu dezvoltarea fără precedent a sectorului financiar (în țările vest-europene), începând cu anii '80. În cadrul primelor teorii care iau în considerare influența creditului în economie, prin credit se subînțelegea automat finanțarea companiilor *productive*, în scopul formării de capital, iar nu impulsivitatea consumului sau finanțarea speculațiilor financiare. Aceasta deoarece stimularea investițiilor de capital fix era considerată de Schumpeter, Keynes și alți economiști drept principala problemă spre care trebuie să se concentreze demersul științei 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 susțin debitorii (firmele) să realizeze investiții de capital fix, prin care să obțină venituri din care să poată onora obligațiile față de creditor. Datorită sporirii productivității și creșterii treptate a venitului național, cel din urmă va permite, teoretic, plata atât a principalului creditului, cât și a dobânzii. Spre deosebire, serviciul datoriei pentru creditele neproductive se realizează din venituri care trebuie obținute din alte surse, după cum observă Hudson (2009). Și Schumpeter avertiza asupra creditului neproductiv, spunând că *”mașina de*

⁷ Inițial, capcana lichidității - descrisă de Keynes - semnifica neputința injectiei de masă monetară de a reduce rata dobânzii, datorită preferinței ridicate pentru lichidități; reducerea vitezei de circulație a banilor anulează efectul creșterii masei monetare asupra outputului și/sau prețurilor.

credit este concepută pentru a servi la dezvoltarea aparatului productiv și a pedepsi orice altă întrebuințare” (Schumpeter, 1939, p. 153).

Creditul *neproductiv* apare atunci când „*inovația financiară și căutarea agresivă de noi debitori depășește cererea de fonduri pentru finanțare investițiilor (productive – n.a.)*” și „*excesul de fonduri va fi disponibil pentru finanțarea cererii de obligațiuni, acțiuni și active de capital existente*” (Minsky, 1986, p. 278). De asemenea, în ultimele decenii, dezvoltarea activelor financiare și oportunitățile de speculații apărute au generat posibilitatea de obținere a unor profituri substanțiale, superioare celor din producția de bunuri și servicii. Din acest motiv, în țările cu un sistem financiar dezvoltat (SUA, țările vest-europene etc.) a luat naștere o tendință de reorientare a unei părți însemnate a fluxului de credit dinspre economia reală către sectorul financiar. Chiar și companiile productive apelează la investiții financiare, în dauna celor productive, în goana după profit. Pe lângă atracția profitului, fenomenul a fost susținut și de politica fiscală, care a încurajat activitățile financiare prin reducerea taxelor pentru câștigurile de capital și transferarea lor către sectorul productiv (salarii și venituri ale companiilor).

Implicațiile diferențelor 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 adăugată și profit, care permite plata datoriei; spre deosebire, creditul pentru investiții speculative în active financiare sau imobiliare (exclusiv cele nou create) nu face decât să crească prețul acelor active, iar înapoierea creditului se face fie din vânzarea mai departe a aceluși activ (sau din veniturile extrase din sectorul real).

Interferența creditului neproductiv (speculativ) cu veniturile economiei reale provine din faptul că returnarea acestui tip de credit este posibilă doar atât timp cât prețurile activelor achiziționate este în creștere, astfel încât vânzarea activelor se face la o valoare superioară celei de cumpărare. Profitul obținut din diferența de preț permite înapoierea împrumutului și a dobânzii. Prețurile activelor sunt susținute, în primul rând, de faptul că oferta de active imobiliare și financiare crește într-un ritm inferior cererii bazate pe finanțare prin credit (Hudson, 2004, p. 12). În al doilea rând, spre deosebire de bunuri și servicii, pentru care un preț mai mare conduce la o cerere mai redusă, creșterea prețurilor activelor financiare și imobiliare stimulează și mai mult cererea speculativă a investitorilor. Apare astfel un proces care se autosusține, în sensul că, cu cât ascensiunea prețului e mai abruptă, cu atât activul este mai atractiv și cererea sa va crește. În cazul în care ia amploare, fenomenul generează formarea de baloane speculative.

Această ascensiune, inevitabil, va avea un final, când investitorii vor anticipa că prețurile nu mai pot crește substanțial și vor începe să vândă (cu cât vând mai târziu, cu atât căderea ulterioară a prețurilor va fi mai mare). Creditul pentru investiții financiare nu poate fi sustenabil și din cauză că se bazează pe prețul activelor, care se formează conjunctural. Spre exemplu, Keen (2007, p. 27) sesizează că prețul activelor imobiliare este dat de un număr redus de tranzacții recente, piața fiind insuficient de lichidă; dacă ar fi disponibile la vânzare, simultan, un număr considerabil de locuințe, prețurile ar suferi plafonări sau căderi. În momentul stopării creșterii prețurilor, vânzarea activelor nu mai acoperă creditul obținut pentru achiziționarea lor. Deopotrivă, o mică sporire a ratei dobânzii poate însemna o creștere a serviciului datoriei peste posibilitățile de returnare oferite de câștigurile de capital (acest efect este valabil și pentru creditul productiv). Problema care apare este că, deși câștigurile de capital se "evaporă", datoria rămâne la valoarea inițială și va trebui plătită din veniturile economiei reale, generând recesiune. Totodată, când piața financiară este în declin, scade cererea de noi credite speculative, fapt ce adâncește reducerea veniturilor și, în consecință, a capacității de rambursare a vechilor credite.

Deși în teoria neoclasică „*nu există loc pentru speculații*” (Minsky, 1992b, p.18), rolul fluctuațiilor de preț ale activelor financiare în crizele economice este evident. Cea mai mare parte a crizelor financiare recente din țările dezvoltate sunt generate de spagerea baloanelor speculative de pe piețele activelor. Este și cazul prezentei recesiuni globale, declanșate în SUA prin declinul prețurilor activelor imobiliare și urmat de prăbușirea unei lanț întreg de active și instrumente financiare conexe. Consecințele sunt, după cum am arătat în secțiunea anterioară, fie falimentul, fie stimularea prețurilor prin reluarea creditării. Cea din urmă opțiune se lovește atât de problema "capcanei lichidității", cât și 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 lichidității) se datorează și 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 imperfecțiuni de pe piața creditului: problema informațiilor asimetrice între creditori și debitori, care dau naștere la

selecție adversă și hazard moral⁸. Însă principalul factor îl considerăm a fi cel al cererii reduse de creditare, datorită înrăutățirii situației bilanțiere a companiilor și gospodăriilor (prin reducerea veniturilor și a valorii activelor) și ritmului redus al investițiilor (generat de o cerere de consum scăzută). Primatul cererii, în stimularea volumului creditării, este argumentat de teoria endogenității creditului.

Teoria orizontalistă a creației monetare, dezvoltată de post-Keynesiști, dintre care principalul promotor este Basil Moore, constituie o schimbare majoră a viziunii asupra creditului, prin susținerea endogenității creditului: *”pe termen scurt, creația monetară este rezultatul unei interacțiuni complexe dintre gospodării, corporații, instituții financiare, Trezorerie și Rezerva Federală”* (Moore, 1983, p.539).

Hagemann (2010, p. 8-9) arată că teoria a fost inițiată de economistul britanic Macleod în anul 1891 - care spunea că o bancă nu este un simplu intermediar între depunători și debitori, ci un adevărat ”producător de credit” - și adoptată ulterior de Hahn în 1920, care considera că formarea capitalului nu este o urmare a economisirii, ci rezultatul împrumuturilor, a căror evoluție o considera a depinde de cererea întreprinzătorilor. Mai recent, Godley și 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 și el că *”expansiunea și contracția monedei depind pur și simplu de cererea industriașilor și a comercianților”*. 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 funcție de nivelul cererii”*; *”oferta de bani este astfel furnizată chiar de cererea însăși”* (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 creația monetară de către bănci și, ulterior, la depozite (economisire).

Endogenitatea creditului este demonstrată de analizele la nivel microeconomic ale lui Moore (1983, p. 545-555) și la nivel macroeconomic de Kydland și 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 diferența M2–M1 (care include depozitele la termen) precede ciclul. Explicația endogenității creditului este dată, în mare parte,

⁸ Pentru o descriere detaliată a acestor fenomene se poate consulta Mishkin (1999).

de existența liniilor de credit pe care marile companii le au deschise la bănci, credite prin care compensează întârzierile în fluxul de venituri de la clienți, finanțează formarea de capital etc. Astfel, expansiunea creditului apare datorită nevoilor de finanțare ale activității economice și este independentă de existența rezervelor necesare – care sunt împrumutate ulterior de către bănci.

Reversul medaliei este acela că, în ipoteza endogenă neo-Keynesistă, banca centrală nu mai poate influența întotdeauna oferta de credit prin furnizarea de lichidități băncilor (baza monetară), precum în teoria neoclasică. Când preferința 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 și cererii agregate (Wray, 2001, p. 3). Din acest motiv, unele bănci centrale, precum cea a Australiei, Noii Zeelande și Suediei au renunțat total la cerința privind rezervele minime obligatorii (RMO), iar alte țări le-au eliminat doar pentru anumite tipuri de depozite (în SUA, depozitele firmelor, depozitele în Euro și depozitele mai mici de 12,4 milioane USD nu necesită RMO⁹).

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 incorectă 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 titrizare¹⁰ a permis scoaterea unor active (credite) din bilanțul băncilor, astfel încât nu a mai fost nevoie de cota de capital

⁹ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>

¹⁰ 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 dezîndătorării 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 trei elemente principale care au stat la baza dereglementării: presiunea (lobby-ul) exercitat de principalii actori ai piețelor financiare, ale căror profituri sunt afectate, asupra reglementatorilor; ignorarea crizelor din trecut și a lecțiilor oferite de aceste evenimente, în virtutea credinței ca politica monetară a devenit mult mai capabilă să atenueze oscilațiile ciclului economic; 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 (îndatorării) 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 - își au rădăcina, în cea mai mare parte, în trei surse: (i) dependența creșterii economice de alimentarea continuă cu monedă de către sistemul bancar, alimentare care nu poate fi realizată decât prin îndatorare; (ii) supraîndatorarea agenților economici și deflația datoriei; (iii) dezvoltarea sistemului financiar și a creditului speculativ, a cărui returnare este strâns legată de procesul nesustenabil al creșterii prețurilor activelor.

Prima sursă a instabilității – structura sistemului monetar - reprezintă un subiect tabu. Actualul sistem monetar permite băncilor monopolul asupra creației monetare, a cărei modalitate unică este îndatorarea. În consecință, agenții economici trebuie să se îndatoreze perpetuu iar economia trebuie să crească exponențial pentru a susține sistemul piramidal al creditării (de aici provine și obsesia creșterii economice – o creștere care nu poate continua la infinit, evident). Sistemul monetar, creat să înlesnească fluxurile reale, a ajuns să le controleze evoluția și beneficiază de extragerea constantă a unei rente

din economia reală. Dependența 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 și duce la imposibilitatea returnării vechilor credite.

Aceste aspecte au fost foarte puțin amintite, atât în mediul academic, cât și în cel de afaceri. Majoritatea teoreticienilor au preferat să le ignore, considerându-le subiecte încheiate, în timp ce populația și mediul de afaceri nu le cunosc. Afirmatia următoare, atribuită industriașului Henry Ford, oglindește surprinderea celor din urmă, atunci când conștientizează mecanismul monetar: *”este foarte bine că populația nu înțelege sistemul nostru bancar și monetar, pentru că dacă ar face-o, ar începe o revoluție până mâine dimineață”*. Totuși, odată cu criza globală, gradul de conștientizare a sistemului monetar a crescut, apărând tot mai multe întrebări legate de legitimitatea monopolului bancar asupra creației monetare.

Pentru a reduce dependența față de sistemul bancar, care în perioada post-criză a limitat drastic creditul, în unele țările dezvoltate (SUA, Canada, Marea Britanie) s-au dezvoltat monede locale, complementare monedei naționale. Totodată, au apărut propuneri de creare a unor bănci publice de dezvoltare¹¹. Aceste bănci utilizează depozitele publice pentru susținerea 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 public¹² de creștere a masei monetare, fără îndatorare, creștere proporțională cu creșterea volumului bunurilor și serviciilor din economie. Sistemul nu ar trebui să mai constituie o afacere în sine, cu profituri uriașe, cum a fost până în prezent, iar banii ar trebui să-și recapete menirea de a înlesni fluxurile reale, nu de a le controla.

A doua sursă a instabilității – deflația datoriei – își are originea tot în relația bidirecțională dintre credit și economia reală. În perioadele de ascensiune economică, datoriile cresc susținut, în paralel cu economia reală. Când apare o plafonare a creșterii economice și a prețurilor activelor, veniturile/câștigurile de capital nu mai justifică noi credite și/sau nu mai pot asigura serviciul datoriei vechi, fapt ce generează cercul vicios al deflației datoriei, între credit și economia reală. În mod periodic, agenții economici trec prin perioade de incapacitate de plată a unor datorii, urmate de falimente

¹¹ Mai multe detalii pot fi accesate la adresa <http://publicbankinginstitute.org>

¹² Propuneri privind un astfel de sistem au fost realizate, printre alții, de Stephen Zarlenga, director al Institutului Monetar American (<https://www.community-exchange.org/docs/american-monetary-reform-act.pdf>) și de congressmanul american Dennis Kucinich (<http://www.monetary.org/wp-content/uploads/2013/01/HR-2990.pdf>).

și transferul unor active către creditori, după care îndatorarea își reia cursul ascendent și ciclul se reia.

Fenomenul este amplificat de dezvoltarea tranzacțiilor cu active financiare și imobiliare - a treia sursă a instabilității -, ale căror prețuri suferă de o puternică volatilitate. În perioadele de regres al acestor prețuri, 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), soluția cea mai des vehiculată este înăsprirea reglementării și supravegherii instituțiilor financiare, alături de o permanentă actualizare a reglementării, în încercarea de a ține pasul cu dinamica inovației financiare. Acest lucru, deși foarte util, nu face decât să ascundă simptomele unui sistem monetar instabil (și inechitabil) prin însăși natura sa piramidală, sistem care, cu cât i se va permite să se dezvolte mai mult, cu atât va domina mai mult economia reală și 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*, Università 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) – *Democrație, relaxări cantitative, capcana lichidității și independența Băncii Centrale*, Curs de guvernare, 4 ianuarie 2013
7. Cucea, C. (2013) - *ANL: Prima Casă a avut un efect în economie aproape zero, trebuie sprijin pentru construcțiile noi*, Ziarul Financiar, 25 octombrie
8. Earley, J.S. și alții (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 Kragujevac, 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*, Tübingen 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 fragilității sistemului financiar*, Studii economice 101213, Institutul Național de Cercetări Economice
22. Iancu, A. (2013) – *Extinderea financiarizării și accentuarea fragilității sistemului 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 mainstream economics", 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 an 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. (1931) – *The Causes of the Economic Crisis*, în Percy L. Greaves, Jr. (Ed.) *The Causes of the Economic Crisis and Other Essays Before and After the Great Depression*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2006
40. von Mises, L. (1928) – *Monetary Stabilization And Cyclical Policy*, în Percy L. Greaves, Jr. (Ed.) *The Causes of the Economic Crisis and Other Essays Before and After the Great Depression*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2006
41. Mishkin, F.S. (1999) – *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*, The Journal of Economic Perspectives Vol. 13, No. 4 (Autumn, 1999)
42. 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)
43. Olteanu, D. (2011) – *A Survey on the Drivers and Mechanisms of Financial Crises*, Romanian Journal of Economics, vol. 33(2(bis)(42), December
44. Palley, T. I. (2009a) – *A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises*, IMK Macroeconomic Policy Institute Working Paper no. 5, June 2009
45. Palley, T. I. (2009b) – *The Simple Analytics of Debt-Driven Business Cycles*, Working paper no. 200, Political Economy Research Institute
46. Palley, T. I. (1994) – *Debt, Aggregate Demand and Business Cycle*, Journal of Post Keynesian Economics, vol.16, no.3, Spring
47. Quiggin, J. (2009) – *Refuted / obsolete economic doctrines #7: New Keynesian macroeconomics*, Crooked Timber blog, May 9, 2009
48. Sapir, J. (2013) – *Credit, indebtedness and economic growth. A tale of two (capitalist) regimes*, Hypotheses blog, 1 September 2013
49. Schumpeter, J. A. (1939) – *Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company
50. 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
51. 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
52. Wray, L. R. (2004) – *The Credit Money and State Money Approaches*, University of Missouri – Kansas City, Working Paper no. 32, April
53. Wray, L. R. (2001) – *The Endogenous Money Approach*, University of Missouri – Kansas City, Working Paper no. 17, August