

EXPERIENȚĂ ÎN STABILIZAREA ECONOMIILOR CU INFLAȚIE ÎNALȚĂ ȘI MODERATĂ

Cristian Popa

Lucrarea de față își propune investigarea câtorva aspecte legate de experiențele inflaționiste și de stabilizarea din diverse țări, în mod special cele ale economiilor latino-americană și Israelului în cursul anilor '80. Aceste aspecte privesc în mod special: definirea hiperinflației, a inflației înalte și celei moderate; investigarea comparativă a cauzalității acestor fenomene; precizarea unor efecte induse de inflația ridicată; investigarea stabilității dinamicii inflației mode-

rate și înalte; abordarea comparativă a mai multor programe de stabilizare, inclusiv din punctele de vedere ale costurilor procesului și ale "succeselor" diferențiate ale acestor programe în timp (la nivelul unei acelăiasi țări) și spațiu (între diverse economii, la un moment dat); precum și relevarea, pe întreg parcursul lucrării, a unor concluzii potențial utile în mod special economiilor în tranziție. Strucatura lucrării este, în consecință, organizată în jurul problematicii precizate.

1. Definirea conceptelor de hiperinflație, inflație înaltă și inflație moderată

Abordarea experiențelor inflaționiste și de stabilizare ale diverselor economii presupune drept prim pas realizarea unei taxonomii, precum și a unor clarificări semantice, dată fiind multitudinea termenilor utilizati în literatură și diversitatea sensurilor atribuite acestora.

Astfel, un prim concept este cel de hiperinflație, cuantificarea clasică (ea fiind și cea mai larg acceptată în literatură) apartinându-i lui Philip Cagan.¹⁾ Conform acestei definiții operaționale, procesele hiperinflationiste sunt considerate a genera rate lunare ale inflației mai mari de 50%, respectiv rate anualizate mai mari de 12.875%, durata procesului extinzându-se din luna în care creșterea nivelului agregat al prețurilor depășește 50% și până în luna în care rata lunară a inflației scade sub acest standard și rămâne sub acest nivel timp de cel puțin un an.²⁾ Este demn de remarcat faptul că această definire nu exclude variabilitatea ratelor lunare ale inflației în decursul unui proces hiperinflationist (denumit uneori și inflație extremă),³⁾ nici posibili-

tatea ca acestea să scadă sub etalonul ad-hoc stabilit de către autor, în special în perspectiva dispersiei considerabile a ratelor lunare ale inflației și în cazul proceselor inflaționiste de amploare mai redusă.

Cu toate acestea, puține experiențe inflaționiste postbelice se conformează rigorilor definiției operaționale prezентate, în ciuda multiplicării recente a acestor cazuri în America Latină și Europa de Est. Coborârea la nivelul proceselor inflationiste de anvergură mai mică complică relativ delarea sferelor de acoperire ale diverselor concepte cu care se operează în literatură: inflație înaltă, inflație moderată, etc. Însăși distincția între procesele hiperinflationiste și cele cu inflație ridicată suferă de o doză considerabilă de arbitrar, având în vedere faptul că nu magnitudinea absolută a ratelor lunare ale inflației (extrem de variabile, de altfel) este cea care contează, ci postura procesului inflationist de factor dominant în cadrul unei economii, postura care poate apărea și la rate lunare ale inflației inferioare

¹⁾ Philip Cagan - "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", în: Milton Friedman (ed.), *Studies in The Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956

²⁾ Idem, p. 31

³⁾ V.Rudiger Dornbusch - "Lessons from Experiences with High Inflation", în: *The World Bank Economic Review*, vol.6, no.1, 1992, p.16

etalonului precis.¹⁾ În cazul inflației moderate, standardele cei mai adesea citate sunt cele ale inflației persistente cu două cifre, ratele de creștere a nivelului agregat al

prețurilor situându-se cel mai frecvent în jur de 20%, respectiv între 15-30% anual.²⁾

2. Aspecte ale cauzalității proceselor inflaționiste cu rate înalte și moderate

Un prim aspect ce trebuie subliniat în acest cadrul este cel al convergenței proceselor inflationiste de durată cu rate înalte către hiperinflație. Economile care se confruntă cu rate lunare ale inflației de 10-15% pe perioade lungi de timp tind să escaladeze în puseuri periodice de hiperinflație sau inflație foarte ridicată; aceasta a fost situația Argentinei, Boliviiei, Braziliei, Mexicului, Peru și Israelului în anii '80.³⁾ Toate aceste țări având initial de-a face cu perioade prelungite de inflație considerabilă și volatilă, spre deosebire de hiperinflațiile "clasică", generate îndeosebi de războaie (sau de consecințele acestora).⁴⁾

În al doilea rând, procesele hiperinflaționiste sau cele de inflație foarte ridicată relevă similarități mai marcate între țări decât procesele inflationiste cu rate mai reduse, justificând potential abordări omogene în design-ul politiciei de stabilizare. Mai mult, unele dintre economiile cu inflație foarte ridicată ce au evitat aplicarea de reforme cuprinzătoare în cadrul (și adiacente) politiciei de stabilizare propriu-zise, cum este cazul Argentinei, Braziliei și Peru, s-au confruntat cu succesiuni ale perioadelor de inflație extremă în cursul a peste cinci ani, în condițiile unor reduceri drastice ale nivelului activității economice, precum și a nivelului de trai.⁵⁾

În al treilea rând, corelația între natura și dinamica proceselor inflaționiste rapide și o anumită tipologie a economiilor naționale în care aceste procese au loc (din punct de vedere)

¹⁾ Idem, p.17. De altfel, lucrarea menționată în nota următoare definește procesele inflaționiste extreme drept cele cu rate anuale ce depășesc cu mult 100%

²⁾ Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer - "Moderate Inflation", în: *The World Bank Economic Review*, vol. 7, no. 1, 1993, p.1.

³⁾ R.Dornbusch, op. cit., p. 17.

⁴⁾ O discuție informală cu Alan Gelb, șeful Departamentului pentru Economii în Tranzitie al Băncii Mondiale, a relevat că, de fapt, pragul periculos al inflației "moderate" este în jur de 40% anual, dincolo de care cele mai multe experiențe au demonstrat degenerarea în inflație cu rate înalte și variabile

⁵⁾ R. Dornbusch, op. cit., p 17.

⁶⁾ Idem, p. 18.

dere al structurii acestora, a comportamentelor dominante, a atraktivității și stabilității mediului economic național și, nu în ultimul rând, al nivelului relativ de dezvoltare) este confirmată de prezența postbelică a acestor fenomene în economiile în curs de dezvoltare ale Americii Latine și, mai recent, Europei, în condițiile absenței acestora la nivelul economiilor dezvoltate și al celor în curs de dezvoltare (sau recent industrializate) ale Asiei sau Africii (sunt relativ rare cazurile de inflație moderată la nivelul acestor din urmă grupuri de economii).

Un factor central alături în acțiune în țările cu inflație foarte ridicată îl reprezintă finanțarea pasivă a deficitelor bugetare, factor ce îmbină aspectele monetare cu cele de ordin fiscal. Într-adevăr, numerosi autori declară că inflația ridicată este un fenomen fiscal prin excelență.⁶⁾ Deși autorul lucrării de față subscrive în general la această opinie, este totuși necesară amenda ea sa relativă prin precizarea neechivalenței modalităților de finanțare aplicate: efectele inflaționiste maxime pe termen scurt se obțin prin finanțarea deficitului prin suplimentarea bazei monetare (monetizarea deficitului), comparativ cu finanțarea acestuia prin împrumuturi interne sau externe. R.Dornbusch prezintă următoarea ecuație:

$$(1) \quad gY = M'/P + B'/P + B'^*e/P,$$

unde g reprezintă ponderea deficitului în PIB, Y este PIB real, M reprezintă baza

monetară în moneda națională, B și B^* sunt datoria internă, respectiv cea externă, x este cursul de schimb (monedă națională/\$), iar P este nivelul prețurilor (drept convenție de notare, $X' = \Delta X/X$).¹⁾

Ecuată este menită să arătă că finanțarea deficitelor bugetare poate îmbrăca și forme neinflaționiste pe termen scurt, refuzând monetizarea. Problema este însă, în opinia noastră, mai subtilă, datorită limitelor inherentelor emiterii de datorie, generate de primele de risc cerute de creditorii interni și mai ales de către cei externi odată cu sesizarea creșterii stocului de datorie al unei economii, reacție depinzând și de credibilitatea autorităților de politică economică ale acesteia. Dimensiunea datoriei externe, unde disponibilitatea creditorilor externi de a furniza surse de finanțare suplimentare este (în special după declanșarea crizei datorilor externe) extrem de limitată, poate conduce la recurgerea la monetizare, precum și la accentuarea presiunilor inflaționiste în cazul unei deteriorări a situației balanței de plată externe (aspect asupra căruia vom reveni, datorită importanței sale deosebite în explicarea stimулării inflațiilor de mari proporții în unele economii latino-americane).

De asemenea, augmentarea datoriei publice interne prin împrumuturi de stat, în cazul unor guverne cu slabă reputație antiinflaționistă și confruntate cu o lipsă de credibilitate, riscă să producă rezultate în cel mai bun caz mediocre, recursul la monetizare fiind și în acest caz greu de evitat.

Însă, monetizarea deficitelor bugetare este limitată de reducerea cererii de monedă pe măsură accelerării procesului inflaționist:
(2) $\pi = (\alpha g - y)/(1 - \beta g)$, $1 > \beta g$, unde π și y reprezintă rata inflației, respectiv ritmul de creștere al PIB real, α este nivelul neinflaționist al vitezei de circulație monetară, iar β este sensibilitatea vitezei de circulație față de modificările ratei inflației,²⁾ g având aceeași semnificație ca în cazul ecuației (1). În afara concluziei imediate a

¹⁾ *Idem.*

²⁾ *Idem, p. 19.*

³⁾ R. Dornbusch, *op.cit.*, p.20.

generării de inflație prin însăși monetizarea deficitului, efectele unei dimensiuni date a acestuia pot să difere de la o economie la alta, în funcție de structura financiară operantă în fiecare dintre cazuri, precum și de dinamica nivelului real al producției. Astfel, inflația va fi cu atât mai redusă, chiar în prezența monetizării, cu cât este mai pronunțată dinamica pozitivă a producției reale ($\sigma \pi / \sigma y < 0$), datorită cererii sporite de monedă națională; în al doilea rând, nivelul inflației este corelat pozitiv cu dimensiunea deficitului bugetar, relația dintre aceste variabile fiind însă neliniară (pe măsură eforturilor guvernamentale de finanțare a unor deficite sporite, rata inflației necesară pentru compensarea reducerii cererii de monedă crește foarte rapid), existând și posibilitatea unei limite a dimensiunii deficitului finanțabil prin emisiune monetară. Nu în ultimul rând, deoarece $\sigma \pi / \sigma \alpha$ și $\sigma \pi / \sigma \beta > 0$, nivelurile neinflaționiste mai înalte ale vitezei de circulație monetară (rezultate, de exemplu, din dolarizarea economiei, ca urmare a substituirii soldurilor de tranzacție în monedă națională cu active financiare mai bine protejate împotriva inflației, principala opțiune în acest sens fiind valutele forte; dolarizarea progresivă a economiei, în special pe fundalul scăderii nivelului real al producției, sporește mai mult decât proporțional rata inflației, su-praproportionalitatea depinzând direct de nivelul initial al deficitului bugetar) și o sensibilitate sporită a vitezei de circulație față de inflație implică ambele rezultatul unor rate mai înalte ale inflației. Astfel, elasticitatea inflaționistă a deficitului bugetar este cu atât mai pronunțată cu cât nivelurile de pornire ale inflației și deficitului sunt mai ridicate.³⁾ De asemenea, existența unor niveluri ridicate ale celor două componente ale vitezei de circulație, prin restrângerea marjei de manevră a utilizării impozitului inflaționist, sporește direct conversia finanțării deficitului în inflație propriu-zisă.

Experiențele est-europene recente subliniază importanța investigării proble-

melor fiscale în dimensiunea lor implicită, nu numai în cea explicită. Astfel, dimensiunea deficitelor bugetare în Rusia și Ucraina este și explicit (nu numai implicit) mare; în România, în schimb, aspectele cvasifiscale apar drept dominantă (pentru 1992), calculele realizate de experți ai Băncii Mondiale relevând că, după adăugarea subvențiilor implicate rezultate din redistribuirea impozitului inflaționist (datorită existenței dobânzilor negative în termeni reali) și din operațiunile parafiscale ale Băncii Naționale a României, dimensiunea deficitului cvasi-fiscal se ridică la circa 22% din PIB.¹⁾ Aceste aspecte apar și cu atât mai greu de soluționat cu cât caracterul lor implicit este mai pronunțat, datorită dificultății decelării cauzelor reale ale fenomenului și a greutăților în mobilizarea forțelor politice către adoptarea unor soluții radicale menite să adresa acestor probleme.

Însă, examinarea causalității proceselor inflaționiste rapide doar din perspectiva monetizării deficitelor omite relevarea existenței unei conexiuni inverse esențiale escalației acestor procese, respectiv erodarea puternică a valorii reale a veniturilor fiscale datorită lag-urilor între apariția obligațiilor fiscale și achitarea propriu-zisă a acestora (efectul Olivera-Tanzi, caracteristic mai ales economiilor latino-americane în anii '70).²⁾ Astfel, tendința către crearea de deficit este întărิตă, iar - pe măsura sporirii dimensiunii acestora - spectrul opțiunilor de finanțare se îngustează, perspectiva monetizării căștigând în probabilitate.

Alternativa monetizării poate fi întărită de intervenția unui dezechilibru sever al balanței de plăti externe, în condițiile existenței unei datorii externe importante a sectorului public (cazul Argentinei). Accesul redus la finanțare suplimentară (destinată mai

ales capitalizării dobânzilor, în scopul rulării datoriei externe) conduce direct la sporirea ponderii emisiunii monetare în finanțarea deficitului. Aceasta intervine, după R.Dornbusch, pe două căi: în primul rând, emiterea de monedă în scopul cumpărării de devize necesare acoperirii serviciului datoriei externe; în al doilea rând, recurgerea tipică la deprecierea în termeni reali a monedei naționale, în scopul corectării dezechilibrului balanței de plăti.³⁾ Însemnatatea corelației între sociurile externe (cu deteriorarea adiacentă a balanței de plăti) și finanțarea pasivă a deficitelor este relevată atât de importanță pentru implementarea programelor respective de stabilizare a suspendării plătilor pentru repașii de război, în cazul Germaniei interbelice, și a serviciului datoriei externe, în cazul Boliviei în anii '80, precum și a rolului de sursă inflaționistă considerabilă a continuării involuntare a serviciului datoriei externe argentinene după 1982.⁴⁾ Cu toate acestea, acomodarea sociurilor nu este obligatorie, chiar dacă obținerea de venituri din surse alternative este, în cel mai bun caz, problematică: soluția reducerii drastice a salariilor reale și reforma fiscală profundă ce trebuie în mod obligatoriu să o însoțească pot însă să nu dea rezultate datorită lipsei popularității măsurilor austere propuse.⁵⁾

Un element important de favorizare a accelerării proceselor inflaționiste substanțiale (corelat și cu nivelul relativ ridicat de sofisticare a sectoarelor financiare aflate, în esență, încă în curs de dezvoltare, a căror atractivitate investițională este grevată de prezența unui risc sistemic relativ ridicat) îl reprezintă liberalizarea financiară și/sau dolarizarea acestor economii. Astfel, diversificarea ofertei de active financiare de dobândă (și, în consecință, mai bine protejate relativ împ-

¹⁾ "Romania- Fiscal Policy in the Transition", Report No. 11878-RO, The World Bank, Washington, DC, July 14, 1993

²⁾ Vito Tanzi - "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", în: IMF Staff Papers, no. 25, September 1978, pp. 417-451; O discuție interesantă asupra acestui efect este oferită și în R.Dornbusch, op.cit., p.20

³⁾ R.Dornbusch, op. cit., pp. 20-21

¹⁶⁾ Idem, p. 21

⁴⁾ "Stabilization and Price Liberalization", în: Olivier Blanchard, Rudiger Dornbusch, Richard Layard, and Lawrence Summers, Economic Reform in Eastern Europe, Cambridge, Mass., MIT Press, 1991, pp. 3-4

potrivă inflației față de simplele depozite bancare) și largirea accesului la achiziționarea de valută forte sunt privite drept surse de reducere a cererii de "bani puternici" (bază monetară în monedă națională), conducând la sporirea vitezei de circulație monetară și, în consecință, la reducerea ponderii masei monetare convenționale în PIB; reducerea parțială a bazei fiscale a impozitului inflaționist (ea însăși o sursă de sporire a inflației, prin escaladarea nivelului de echilibru al ratelor inflației) conduce, în general, la eforturi guvernamentale de creștere a nivelului rezervelor bancare obligatorii sau de plasare forțată a obligațiunilor de stat la nivelul băncilor comerciale, eforturi ce au drept rezultat deteriorări suplimentare în evoluția proceselor inflaționiste în aceste economii. Liberalizarea finanțieră nu se limitează doar la diversificarea ofertei de active finanțiere, ci are și o dimensiune instituțională, anume cea a apariției de noi intermediari finanțieri; cu cât protecția împotriva inflației prin serviciile oferite de acestea este mai eficientă, cu atât fuga din moneda națională (și creșterea adiacentă a vitezei de circulație a acesteia) sunt mai pronunțate.¹⁾

Adaptarea instituțiilor economiei de piață la escaladarea proceselor inflaționiste reprezintă în sine un element de dinamizare a acestor procese, ilustrarea sa cea mai elocventă reprezentând-o deteriorarea calității relațiilor contractuale. Astfel, durata medie a contractelor se reduce pe măsura accelerării inflației, iar perspectiva pe termen scurt și foarte scurt indușă astfel, cuplată cu auto-validationa anticipațiilor inflaționiste maximale, contribuie la dinamizarea puternică a revizuirilor de preturi în sens ascendent. Mecanismul interacțiunii se bazează pe creșterea frecvenței revizuirilor periodice ale salariilor în funcție de cresterile cumulative ale nivelului prețurilor în perioadele con-

tractuale: cu cât aceste corrective se aplică mai frecvent, cu atât se elimină perioadele în care salariile reale scad față de momentul ultimei revizuiri, scădere ce are un efect deflaționist pronuntat, în special datorită reducerii (fie și numai temporare) a salariilor reale sub media perioadei în ansamblul său. Este deznăvătă remarcat faptul că eficiența măsurilor de ajustare de tipul corectării deficitului bugetar (de exemplu, sub forma reducerii subvențiilor aferente firmelor sectorului public) depinde în mod esențial de obținerea unor reduceri ale salariului real, prezenta indexării depinde ex post condiționând însă aceasta de deplasarea întregului proces la o rată superioară de echilibru a inflației. Fenomenul este și mai pregnant în cazul adoptării unor măsuri îndreptate în direcția ameliorării competitivității externe a economiei și în special în cazul unei deprecieri semnificative în termeni reali a monedei naționale. Pe măsura scurtării duratălor contractuale medii (de cele mai multe ori cu efectul multiplicării echiproporționale a ratei inflației),²⁾ problema instabilității interacțiunii în dublu sens dintre prețuri și salarii nu este ameliorată, astfel încât apariția unor noi socuri va determina deplasarea economiei pe traectoria unor frecvențe de ajustare sporite și, în consecință, către escaladarea ratelor inflației. Unii autori consideră endogenitatea reducerii intervalor de ajustare drept veriga esențială ce asigură legătura între producerea de modificări relativ minore în dinamica inflației (a cărei caracteristică este, după cum am amintit, și instabilitatea), reducerea în consecință a duratălor contractuale și, în cele din urmă, creșterea spectaculoasă a inflației, datorată modificării (spontane, dar și ireversibile) a intervalor de ajustare în condițiile indexării depline, subliniind potențialul hiperinflaționist al acestora, precum și rolul de catalizator esențial jucat în acest caz de modificările cursului de schimb.³⁾

¹⁾ Ibidem

²⁾ O interesantă demonstrație a dublării ratei inflației în economia braziliene a deceniului anterior ca urmare a trecerii de la durate contractuale semianuale la durate trimestriale o oferă Mario Simonsen - "Indexation: Current Theory and the Brazilian Experience", în: Rudiger Dornbusch, Mario Simonsen (editori), *Inflation, Debt and Indexation*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1986

³⁾ R.Dornbusch, op.cit., p. 23

Într-adevăr, dinamica inflaționistă specifică fiecărei economii afectate de inflație rapidă în parte pare să fi determinată în mod esențial de interacțiunea dintre finanțarea deficitelor (fie acestea interne sau externe) și adaptarea peruersă a instituțiilor la accelerarea procesului inflaționist; în condiții extreme, degradând celor din urmă generează, în absența oricărui echilibru, un proces hiperinflaționist, în care duratele contractuale s-au redus până la determinarea exclusivă a prețurilor curente, de multe ori acestea fiind exprimate în dolari, iar impozitul inflaționist este aproape în totalitate evitat, datorită adaptării financiare și instituționale suficiente de performante,¹⁾ acestea făcând explozia inflaționistă inevitabilă. Important apare aici, în opinia noastră, caracterul sinergic al rolului fiecărui dintre factorii descriși anterior asupra dinamicii susținut accelerate a procesului inflaționist.

În ceea ce privește economiile cu inflație moderată, interesantă este aici persistența acestia, mai ales în țările ce au traversat cu succes un proces de stabilizare a unor inflații înalte sau chiar hiperinflații.

În cazul Poloniei, după stabilizarea în 1990 a situației hiperinflaționiste existente de-a lungul unei perioade considerabile, dar care a atins în 1989 cote explosive (în ciuda caracterului său parțial reprimat, constând în îmbinarea creșterilor spectaculoase de prețuri la anumite mărfuri cu adâncirea penuriei la altele),²⁾ ratele lunare ale inflației au continuat să se mențină în jurul a 5% în 1991. Explicația oferită de O. Blanchard și R. Layard³⁾ relevă similitudini cu taxonomia

cauzelor inflațiilor înalte, prin sublinierea importanței configurației politicii veniturilor, deopotrivă în sensul variabilității și nivelului mediu prea ridicat al coeficienților de indexare (calculele acestora arată că, în absența completă a indexării, nivelul prețurilor în martie 1991 ar fi fost doar de 2,5 ori mai mare decât cel din decembrie 1989, și nu de 4,4 ori, aşa cum este în realitate, autorii arătând totuși că sprijinul potențial pentru o asemenea politică a veniturilor ar fi fost extrem de fragil), al posibilității evitării constrângерilor fiscale impuse de această politică (în cazul neatingerii limitelor de indexare permise, în 1990 firmele poloneze puteau utiliza marjele nefolosite cumulativ, aceasta permitând sporirea importantă a salarilor în momentele în care și inflația se accelera), precum și al reducerii duratelor de revizuire a salarilor. În plus, autorii menționați evidențiază rolul jucat de majorarea dobânzilor nominale și de creșterea relativă a cheltuielilor materiale altfel decât cu munca în sporirea costurilor unitare, cu efectul stimulării presiunilor inflaționiste, subliniind faptul că indexarea datoriilor firmelor ar fi deplasat, în optica firmelor, în mod favorabil accentul asupra nivelului real al dobânzilor,⁴⁾ în detrimentul preocupării exclusive față de cel nominal.

Cauza inflațiilor moderate și persistente⁵⁾ apare structurată similar cu cea a inflațiilor înalte și pentru acest grup de țări: în primul rând, se face similitățile acțiunea factorilor fiscale, crearea de monedă ocupând o pondere importantă între sursele de venituri guvernamentale și în economiile ce se con-

¹⁾ *Idem, p.24.*

²⁾ Grzegorz W.Kolodko - "Inflation Stabilization in Poland - A Year After", în: *Rivista di Politica Economica, Year LXXXI, 3rd Series, No.VI, June 1991, pp. 289-330* oferă o perspectivă interesantă asupra punctului de pornire al stabilizării poloneze, denumind situația existentă la sfârșitul lui 1989 drept "hiperinflație cu penuria" (shortage/inflation).

³⁾ Olivier Jean Blanchard, Richard Layard - "Post-Stabilization Inflation in Poland", în: *EDB/World Bank and CERGE/Charles University, Papers for the Advanced Summer School in The Economics of the Market, Štěpán Castle, Czech Republic, May 31-June 18, 1993, mimeo*

⁴⁾ *Idem, p.61*

⁵⁾ Studiul întreprins de R.Dornbusch și S.Fischer, deja citat în cadrul lucrării de față, se concentrează în principal asupra a opt economii: Brazilia, Chile, Columbia, Coreea de Sud, Indonezia, Irlanda, Mexic și Spania, subliniind persistența timp de peste un deceniu a unor rate anuale ale inflației între 20-30% în Columbia, precum și inertia pe perioade mai reduse a unor rate moderate ale inflației (în jur de 20%) în Africa de Sud, Bolivia, Chile, Costa Rica, Egipt, El Salvador, Ghana, Islanda, Israel, Mexic și Ungaria

frunță cu inflație moderată (calculele privind dimensiunea ratei anuale a inflației ce maximizează veniturile din emisuire monetară suplimentară evidențiază valori de 190-200%, chiar și în condițiile unei creșteri economice de până la 10% anual; estimări similare referitoare la nivelul optim al impozitului inflaționist, ținând seamă de costul social induș prin monetizarea deficitelor comparativ cu costul social adiacent utilizării altor surse de finanțare, relevă rezultate de dimensiuni mai reduse, ratele anuale astfel determinate încadrându-se în general între 18% și 66%, ceea ce este compatibil cu ipoteza inflației moderate, mai ales în economiile de tip latino-american, unde obținerea de venituri din surse alternative este deosebit de dificilă).¹⁾

O altă cauză o reprezintă creșterea ratei de echilibru a inflației, fără reduceri în rata somajului, datorită credibilității reduse a decidenților de politică economică din anumite țări. Într-adevăr, un corolar al concluziilor derivate din majoritatea modelelor de explicare a inflației bazate pe teoria jocurilor este existența unor rate mai reduse ale inflației în economiile în care instituțiile implicate în formularea și implementarea politicii macroeconomice au avut (și au fructificat pozitiv) oportunitatea creării și menținerii unor reputații antiinflationiste solide.²⁾

În al treilea rând, persistența inflațiilor cu rate moderate poate deriva din percepția decidenților cu privire la caracterul prohibitiv al costurilor unei stabilizări eficiente și sustenabile, comparativ cu costurile relativ mai suportabile ale statu quo-ului. În ciuda

popularității teoretice anterioare a acestei perspective (unul din principaliii săi promotori fiind James Tobin),³⁾ ascendența paradigmei anticipațiilor raționale în anii '80 a redus mult apelul la ea; în opinia noastră, calculul cost-beneficiu trebuie realizat luând în atenție toate costurile persistenței inflației substantiale (înclusiv pe termen lung), mai ales costurile de oportunitate legate de distorsionarea și inhibarea proceselor de economisire și investiționale (deopotrivă interne cât și externe) corelate cu incertitudinea sporită din economie, precum și costurile deloc neglijabile ale escaladării potențiale în viitor a procesului inflaționist. Ca și în cazul inflațiilor înalte (în care pot degenera cele moderate), rationamentul trebuie să contrasteze nu numai costurile stabilizării (limitate în timp) și cele ale continuării unui proces inflaționist moderat și stabil (acestea din urmă extinzându-se, totuși, în perpetuitate), ci mai ales costurile asociate unei stabilizări pentru ieșirea dintr-un proces inflaționist moderat, pe de o parte, și costurile scenariului posibil al îmbarcării pe trendul unui proces inflaționist rapid, urmat în mod tipic (datorită lipsei întrinseci de sustenabilitate a inflațiilor înalte) de o stabilizare cu mult mai brutală, respectiv cu efecte macroeconomice adverse mai pronunțate. Cu toate acestea, pe termen scurt această concepție continuă să se facă auzită pe plan practic: decidenții chilieni par a considera că un proces deflaționist-rapid care ar aduce ratele anuale sub 10% ar implica somajul la niveluri a căror dezutilitate socială ar supracompensa câștigurile rezultate din reducerea inflației.⁴⁾

3. Configurația comparativă a programelor de stabilizare a economiilor cu inflație înaltă și moderată

Similitudinea pronunțată între evoluția economiilor confruntate cu procese inflaționiste deosebit de rapide, deja subliniată în

cadrul lucrării de față, a permis formarea unui consens relativ asupra cătorva din elementele centrale ale unui program tipic de stabilizare

¹⁾ R.Dornbusch, S.Fischer, op.cit., pp. 3; 5. Calculele citate sunt preluate din P.Cagan, op. cit., și Martin Bailey - "The Welfare Cost of Inflationary Finance", în: *Journal of Political Economy*, vol. 64, no.2, April 1956, pp. 93-110

²⁾ R.Dornbusch, S.Fischer, op. cit., p.8

³⁾ Cel mai reprezentativ exemplu în acest sens îl constituie James Tobin - "Stabilization Policy Ten Years Afterwards", în: *Brookings Papers on Economic Activity*, no.1, 1980, pp. 18-71

⁴⁾ R.Dornbusch, S.Fischer, op.cit., p. 18

macroeconomică; dincolo de acestea, controversele persistă, fie datorită condițiilor specifice dintr-o țară sau alta, fie datorită percepției greșite a acestor particularități, cu rezultatul frecvent al înregistrării de eșecuri în aplicarea unor astfel de programe.

Un prim element în acest sens îl constituie consolidarea fiscală, respectiv corectarea și eliminarea deficitelor fiscale. Absența acestei componente ar presupune continuarea presiunilor de emisie monetară suplimentară, periclitând astfel sustenabilitatea stabilizării prin pericolul de reescaladare a inflației în viitor, odată cu reforma fiscală, rigorile unui program tipic impun și o contracție monetară însemnată.

Consolidarea fiscală însăși poate lua în linii generale forma reducerii cheltuielilor și/sau a sporirii veniturilor bugetare însă, în ambele cazuri, un element de extremă importanță îl reprezintă eliminarea subvențiilor, deopotrivă a celor ce au precedat apariția proceselor inflaționiste rapide cât și a celor din însăși redistribuția generată de existența inflației sau acordate ca paleative inefficiente în cursul desfășurării acesteia.¹⁾

Controversele se accentuează în privința problemelor legate de credibilitatea programelor, subliniindu-se că, deși o credibilitate maximă (sau cât mai ridicată) este desigur dezirabilă, aceasta ar impune aplicarea unor măsuri extrem de dure, menite să compenseze deficitile reputaționale ale decidenților în materie de politică economică. Un efect secundar negativ al caracterului drastic al unui astfel de program de stabilizare apare în mod paradoxal prin lipsa suportului popular, determinată de costurile excesive ale stabilizării, el sfârșind de obicei prin a nu fi credibil; nu este, poate, întâmplător faptul că succesul unor programe de stabilizare extrem de dure a avut loc fie, istoric, în democrații cu tradiție (în care tensiunile redistributive sunt

relativ mai reduse prin însăși buna funcționare a instituțiilor democratice), fie în regimuri politice autoritare, dacă nu chiar represive (cazul chilian, este, poate, cel mai elovent în acest sens). În economiile est-europene în tranziție, popularitatea pe termen scurt a noilor conducători, pe fundalul unor tensiuni redistributive enorme, direct corelate cu ineficiența economică și caracterul represiv al regimurilor anterioare, susține ideea adoptării unor măsuri radicale de stabilizare și transformare conforme cu orizontul de așteptare al grupurilor sociale din aceste țări.²⁾

În cadrul unei abordări comparative a programelor de stabilizare, o primă sursă de polemici o reprezintă obținerea pentru o anoră nominală sau altă, necesitatea unei ancore pentru asigurarea stabilității nivelului agregat al prețurilor fiind evidentă în condițiile în care fixarea acestuia din urmă nu reprezintă o soluție, iar menținerea de prețuri nominale fixe ar inhiba ajustările necesare la nivelul prețurilor relative³⁾. Alegerea fixării de obiective pentru dinamica masei monetare se confruntă cu două probleme: în primul rând cu caracterul fluid al vitezei de circulație monetară și în al doilea rând cu efectul creșterii cererii de monedă pe măsura succesorului stabilizării și reducerii inflației, ceea ce pune problema suplinirii la un moment dat a emisiunii monetare fără transmiterea unor false semnale de încălcare a obiectivelor de dinamică monetară asumate și, în consecință, de erodare a credibilității (alternativa renunțării la emisiunea monetară suplimentară s-ar traduce în creșterea puternică a ratelor dobânzii, sporind astfel costurile unui asemenea program de stabilizare)⁴⁾.

Cea de-a doua opțiune posibilă pentru o anoră nominală, respectiv fixarea cursului de schimb, este, de asemenea, grevată de existența a două riscuri. Primul dintre acestea este reprezentat de necesitatea menținerii dobân-

¹⁾ O. Blanchard et al., *op. cit.*, pp. 4-5

²⁾ Leszek Balcerowicz, Alan Gelb - "Macropolicies in Transition to a Market Economy: A Three-Year Perspective", Annual Bank Conference on Development Economics, The World Bank, April 28-29, 1994, Washington, DC, pp. 10-15

³⁾ O. Blanchard et al., *op. cit.*, p.6

⁴⁾ Idem

zii la niveluri foarte înalte în vederea sprijinirii nivelului stabilit al cursului, datorită incertitudinii succesului programului de stabilizare, deopotrivă în privința ratei rezultante a inflației cât și a duratei însăși a acestui program; în condițiile în care stabilizarea nu este evazi-instancie (prețurile continuând să crească un timp după începerea aplicării programului), aprecierea cursului în termeni reali va fi foarte puternică. Corecțarea acestei aprecieri (mai sus în vederea evitării deteriorării situației balanței de plăti externe) prin intermediul unei devalorizări pe parcursul aplicării programului ridică, de asemenea, problema pierderii de credibilitate și permite potențial o reluare a escaladării procesului inflaționist.¹⁾

O a doua sursă de controverse este reprezentată de includerea în programele de stabilizare a elementelor de politică a veniturilor. Necesitatea acestora este, credem, evidentă, în special ca răspuns la problemele generate de eșecul coordonării pe diversele piețe, în sensul reticentei agentilor individuali de a trece la practicarea de prețuri stabile în condițiile în care recursul la aceste prețuri este incert în privința restului agentilor, mai ales acolo unde credibilitatea decidenților de politică economică nu este deplină, creșterea salariilor (și deci, și a prețurilor) pentru un anumit timp după demararea programului poate fi moderată considerabil prin utilizarea acestor instrumente. Cu toate acestea, pe lângă distorsiunile induse de astfel de politici (în special în penalizarea atragerii de forță de muncă calificată în sectoarele/firmele mai eficiente), există și pericolul utilizării lor de către unele guverne drept substitut al austeriorii rezultate din ajustările fiscale necesare: datorită frecvenței de apariție a acestui din urmă risc. O. Blanchard opinează că însăși simpla prezență a elementelor de politică a veniturilor poate submina relativ credibilitatea unui program de stabilizare.²⁾ Cu toate acestea, experiența recentă nu confirmă ipo-

teza anterioară, existând programe de stabilizare care au înregistrat reușite și în prezență, și în absență politicilor veniturilor, precum și programe eșuate de ambele tipuri. Din prima categorie fac parte programele israelian din 1983 și polonez din 1990, în timp ce din a două categorie se remarcă programul bolivián din 1985; în ceea ce privește programele lipsite de succese, cele ce au inclus elemente de politică a veniturilor au fost cele din Argentina (1985) și Brazilia (1986), iar un exemplu de astfel de program nebazat pe politică veniturilor a fost cel argentinian din 1990.³⁾

Drept măsuri ce nu fac parte din programele propriu-zise de stabilizare, dar joacă un rol incontestabil în eliminarea factorilor favorizați ai inflației rapide și în asigurarea sustenabilității reducerilor operate în nivelul agregat al prețurilor trebuie menționate eliminarea indexării sau corectarea mecanismelor mai pernicioase ale politicii operante a veniturilor. În Chile, după succesul politiciei monetariste aplicate în anii '70, dar care a inclus și o indexare substanțială ex post a salariilor, ceea ce a determinat o tendință de creștere a salariilor reale și reluarea presiunilor inflationiste, odată cu abandonarea ancorei nominale a cursului de schimb fix în 1982, guvernul a de-indexat economia, abolind obligația formală a patronatului de a plăti sporuri de salarii cel puțin egale cu rata inflației din perioada precedentă momentului plății.⁴⁾ În Polonia, anul 1991 a marcat rafinarea unor mecanisme ale politicii veniturilor, în special în privința imposibilității utilizării în viitor a marjelor neconsumate dintre creșterea efectivă a fondului de salarii și cea prevăzută legal, a eliminării opțiunii libere a managementului firmelor publice pentru determinarea fondului de salarii sau a salariului mediu ca bază de referință în urmărirea respectării legislației aferente politicii veniturilor, a rafinării mecanismului ce prevede posibilitatea sporirii plafonului ad-

¹⁾ *Ibidem*

²⁾ *Idem*, p.7

³⁾ *Idem, tabelul 1.2*

⁴⁾ R. Dornbusch, S. Fischer, *op.cit.*, pp. 16-17

misibil pentru firmelor ce depășesc sistematic această limită, precum și a amendării prevederilor de limitare a perioadei de calcul a limitelor de indexare admisibile la anul calendaristic.¹⁾ În Brazilia, Programul de Acțiune Economică inițiat în 1964 a înlocuit mecanismul inertial de indexare ex post cu un mecanism nou, bazat pe corelarea modificărilor curente de salarii cu dimensiunea anticipată a ratelor inflației, ceea ce a anulat practic marja de manevră a patronatului sau salariilor în stabilirea mărимii remunerărilor,²⁾ previziunile ratelor inflației și marjelor de productivitate utilizabile în fiecare caz rămânând în întregime la dispoziția guvernului (de remarcat că revenirea inflației puternice în această țară la jumătatea anilor '70 s-a petrecut în contextul recurgерii din nou la indexarea ex post, care a sporit impactul șocurilor petroliere, aceasta pe fundalul scurtării progresive a intervalelor de indexare). În Mexic, El Pacto a inclus, de asemenea, prevederi extrem de stricte cu privire la dinamica salariilor.³⁾

Un al doilea element din această categorie este reprezentat de reforma fiscală profundă; de cele mai multe ori, evitarea acesteaia și întreprindererea unor corecturi relativ superficiale ale situației fiscale au permis redelenșarea proceselor inflaționiste, cu consecințele suplimentare ale îngreunării încercărilor ulterioare de stabilizare (prin pierderea capitalului inițial de credibilitate) și sporirii costurilor asociate acestora. Acesta este cazul Braziliei, unde toleranța față de inflație moderată (desi, inițial, primele succese antiinflaționiste au survenit și ca urmare a unei politici fiscale restrictive) nu a rezultat de-a lungul unei perioade îndelungate într-o contracție monetară corespunzătoare, de unde și usurința remisiunilor unor episoade cu inflație rapidă.

Un al treilea element îl reprezintă realizarea de modificări instituționale sau de

incentive menite să amelioreze credibilitatea grupurilor de decizie implicate în proiectarea și aplicarea programelor de stabilizare. În zona latino-americană, principala măsură întreprinsă a fost asigurarea independenței băncii centrale, garanție care este considerată a fi reprezentat pasul final al amorsării unui proces deflaționist credibil în Chile, dar care reprezintă încă elementul cheie al programelor de stabilizare în alte economii ale regiunii.⁴⁾ O altă dimensiune a managementului credibilității îl reprezintă succesul mai rapid al programelor de stabilizare întreprinse înainte de inertializarea proceselor inflaționiste și de adaptarea instituțiilor economiei de piață la existența și perpetuarea inflației, contrastul între experiențele mexicană și braziliанă fiind grăitor. În aceeași categorie intră și câștigurile de credibilitate derivează fie din încurajarea unor mecanisme de concertare în domeniul relațiilor industriale (cazurile mexican și spaniol), fie din participarea la mecanisme de coordonare a cursurilor de schimb unde poziția politicilor fiscale și monetare ale țărilor participante era aliniată celei dintr-o țară cu credibilitate ridicată și având o reputație antiinflaționistă solidă (poziție ocupată de Germania în cadrul SME) apartenența Irlandei și Spaniei la acest sistem fiind considerată drept un ingredient major al succesorilor programelor lor de stabilizare.⁵⁾

Efectele recessioniste ale aplicării programelor de stabilizare diferă în primul rând în funcție de axarea acestora pe utilizarea drept ancore a masei monetare sau a cursului de schimb. În ambele cazuri, succesul unui program de stabilizare se asociază în mod obișnuit cu o stare de recesiune, respectiv cu inducerea unei anumite contracții economice. Excepțiile de la această regulă, anume Israel (unde stabilizarea a antrenat o creștere doar pe termen scurt a somajului) și Bolivia (unde se realizează o reducere substanțială a veniturilor reale pe cap de locuitor încă dinaintea

¹⁾ O. Blanchard, R. Layard, *op.cit.* pp. 56-77

²⁾ R. Dornbusch, S. Fischer, *op.cit.*, pp. 22-24

³⁾ *Idem*, p.19

⁴⁾ *Idem*, p.17

⁵⁾ *Idem*, pp. 33-39

punerii în practică a programului) nu sunt nici pe departe depline, având în vedere ritmurile reduse ale creșterii economice pe termen mediu din perioada următoare stabilizării, comparativ cu economiile ce au suferit efecte recesionești mai profunde.¹⁾ Aceste efecte (teoretic absente, deoarece, după dispariția șocului inițial al stabilizării, modificările necesare implică doar realizarea de schimbări în structura impozitelor și a cheltuielilor bugetare, mai precis eliminarea impozitului inflaționist în paralel cu reducerea subvențiilor, ceea ce se reflectă în reducerea salariilor reale și, în final, a prețurilor, toate acestea având doar implicații redistributive, nu și asupra nivelului activității economice) derivă din persistența incertitudinii, posibila continuare a creșterilor de prețuri și după începerea stabilizării (datorită eșecurilor de coordonare sau a credibilității parțiale a programului însuși, ceea ce poate face ca programe bune cu o slabă credibilitate să eșueze, în timp ce altele, mai puțin eficiente potențial dar promovate de entități mai credibile, să reușească cu o mai mare probabilitate), persistența prezenței șocului ce a declanșat procesul inflaționist (ceea ce, în absența unui spor substanțial al somajului, menit să disciplineze relativ dinamica salariilor reale, presupune reîmbarcarea pe trendul spiralei inflaționiste inițiale) și din efectele stabilizării pe latura ofertei, unde modificările de prețuri relative și eliminarea redistribuirilor operate de inflație pot determina dispariția unui număr de firme neprofitabile, cu consecința scăderii elasticității ofertei față de modificările cererii aggregate.²⁾

Opțiunea pentru ancora cursului de schimb fix tinde în general să sporească efectele contracționiste, datorită incertitudinii legate de succesul și durata programului și nevoii de a evita devalorizarea în viitor a monedei naționale, factori a căror acțiune conjugată face necesară practicarea unor rate înalte ale dobânzii în sprijinul susținerii

nivelului de curs stabilit, cu rezultatul unor scăderi și mai pronunțate ale cererii.³⁾ Cu toate acestea, M.Kiguel și N.Liviatan susțin o perspectivă diferită, anume cea conform căreia, în țările cu inflație cronică, în care persistența inflației la rate superioare celor prevalente în economiile dezvoltate a determinat o anumită adaptare a instituțiilor pieței la evoluția mediului economic nominal, recesiunile acompaniază programele de stabilizare ce folosesc masa monetară drept ancora nominală (obținându-se astfel efectul de curba Philips anticipat), față de ciclul economic început cu boom și încheiat cu recesiune ce se coreleză cu programele de stabilizare bazate pe fixarea cursului de schimb⁴⁾ (unde compensarea între reducerea inflației și creșterea somajului pe termen mediu nu pare a funcționa în maniera cunoscută).

Practic, diferența apare pe două planuri majore: în primul rând, apariția unei recesiuni imediat după programul de stabilizare (considerată a fi generată de existența rigidităților nominale derivate din perpetuarea contractelor nominale încheiate în perioada inflaționistă) este o caracteristică a eliminării inflațiilor moderate sau joase, după cum arată experiențele britanică și americană de la începutul anilor '80, alături de rezultatele din Costa Rica (1982-1983) și Filipine (1983-1984), caracterizând, de asemenea, stabilizarea economiilor cu inflație cronică prin intermediul unor programe ortodoxe (deci, în principal, fără elemente de politică a veniturilor sau control al prețurilor), în care masa monetară joacă rolul ancorai nominale (stabilizarea chiliană din 1974-1975, fază incipientă a programului Matinez de Hoz din 1976-1977 din Argentina, precum și incercările de stabilizare din 1990 în Argentina, Brazilia și Peru, în toate aceste cazuri austerația politică monetară, uneori asistată și de o politică fiscală restricțivă, precum în Chile, generând reduceri relativ însemnante ale

¹⁾ O., Blanchard, R. Layard, op. cit., p.8

²⁾ Idem, pp. 10-11

³⁾ Idem, p. 10

⁴⁾ Miguel A.Kiguel, Nissan Liviatan - "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations", în: *The World Bank Economic Review*, vol. 6, no.2, pp. 279-305

nivelului activității economice).¹⁾

În al doilea rând, lipsa efectelor recesio-niste în economiile confrunțate cu inflație cronică care au aplicat programe de stabilizare bazate pe ancorarea cursului de schimb se datorează deopotrivă prezenței unor elemente heterodoxe în majoritatea acestor programe, reducerilor relativ liniștite operate în ratele inflației (cu absența, deci, a unor ţocuri majore asupra ofertei agregate) comparativ cu programele ortodoxe destinate opririi hiperinflațiilor, precum și credibilității reduse a acestor programe, ceea ce - având în vedere perceperea programului drept temporar - induce un boom al activității economice, deplasând în prezent o parte a cererii viitoare (â la Mundell-Tobin), datorită anticipării colapsului programului și, deci, a revenirii la rate potențial și mai ridicate ale inflației; este denin de subliniat faptul că fazele expansio-niste ale ciclurilor economice astfel determinate pot dura câțiva ani înainte de a sfârși într-o recesiune.²⁾ Totodată, anticiparea colapsului unui program de stabilizare bazat pe configurația masei monetare drept ancora nominală nu determină aceleasi efecte de ex-pansiune economică, deoarece, în cazul pro-gramelor bazate pe fixarea cursului de schimb, eșecul programului este anticipat a proveni din generarea în viitor a unei crize a balanței de plăti, în timp ce o astfel de consecință este greu de conceput în cazul contracției masei monetare, unde băncile centrale nu mobilizează rezerve valutare rare în scopul susținerii unui nivel anume al cursului (este interesant faptul că programele de stabilizare ce se adresează unor situații hiperinflaționiste

vor genera în mod obișnuit efecte con-tractioniste mai reduse decât inițiativele țărilor cu inflație cronică, având în vedere credibilitatea aprioric ridicată a acestor programe, datorită nesustenabilității nivelului respectiv al ratelor inflației, precum și înțind seamă de reducerile operate deja în nivelul activității economice din cauza incertitudinii sporite și datorită degringoladei a numeroase instituții ale economiei de piață; acesta este și unul din motivele pentru care problema voinței politice în stoparea inflațiilor moderă-te este cu mult mai complexă decât în cazuri hiperinflaționiste ce au loc în economii cu echilibre inflaționiste tradițional joase; de asemenea, eșecul parțial al unora din încercările succese de stabilizare conferă o și mai mare dificultate chestiunii voinței politice).

În plus, o politică deflaționistă bazată pe reducerea dinamicii masei monetare se traduce în general într-o apreciere în termeni reali a cursului de schimb, rate reale sporite ale dobânzii, absorbtie internă redusă și o îmbunătățire a situației balanței de plăti³⁾ (efectele recesio-niste fiind în acest caz evi-dente), în timp ce un program de stabilizare bazat pe reducerea ritmului de devalorizare al monedei naționale generă rate reale mai scăzute ale dobânzii și (datorită rigidităților sistemului de prețuri) aprecierea cursului real de schimb, cu efect ambiguu asupra cererii agregate, dar caracterizat în general prin dominația inițială a efectelor dobânzilor mai reduse, ceea ce corespunde unei perioade ex-pansioniste (care durează până la reducerea suficientă a cererii datorită aprecierii monedei naționale) la începutul ciclului eco-nomic generat de stabilizare.⁴⁾

¹⁾ *Idem, pp. 279-280*

²⁾ *Idem, p. 280.* Merită, de asemenea, subliniat faptul că unele studii relevă producerea efectelor de deplasare către prezență a consumului și în prezență a unor rate reale mari ale dobânzii, prin utilizarea constrângerilor de lichiditate; alte cercetări subliniază apariția unui boom în consumul de bunuri de folosință îndelungată (ca protecție împotriva riscului de devalorizare și a scumpirii importurilor) chiar înaintea colapsului anticipat al cursului fix. Guillermo A. Calvo - "Balance of Payments Crises in a Cas-in- Advance Economy", în: *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 19, no.1, 1987, pp. 19-32 și Allan Drazen - "Can Exchange Rate Freezes Induce Business Cycles?", Department of Economics, University of Maryland, College Park, MD, 1990 (momeo)

³⁾ Carlos A. Rodriguez - "La Estrategia de Estabilización con Tipo de Cambio Flexible y Política Monetaria Activa", în: *Cuadernos de Economía (Chile)*, no. 21, Agosto 1984, pp. 103-121

⁴⁾ Carlos A. Rodriguez - "The Argentine Stabilization Plan of December 20th", în: *World Development*, vol. 10, no.9, 1982, pp. 801-811

Dincolo de considerentele teoretice, evidența empirică tinde să acorde un anumit sprijin concepției de mai sus. Astfel, programele deja amintite au evidențiat efecte recessioniste atât plecând de la trenduri relativ expansioniste (cazul chilian), cât și de la tendințe de recesiune, respectiv situații stagfationiste (cazurile argentinian, brazilian și peruvian din 1990); acolo unde cursul de schimb a fost lăsat să floteze liber, creșterea ratelor dobânzii a fost comparativ mai puternică, cu consecințe contractioniste încă mai evidente. În cazul programelor bazate pe fixarea cursului de schimb drept ancoră nominală, analizele de regresie efectuate de M.Kiguel și N.Liviatan asupra a 12 programe de stabilizare întreprinse în decursul ultimelor trei decenii confirmă existența unor faze expansioniste asociate aplicării programelor în 11 din aceste cazuri (singura excepție reprezentând-o stabilizarea braziliană din 1964-1967), începutul deviației expansioniste față de trend a coincis cu momentul începerii utilizării ancorei bazate pe cursul de schimb.¹⁾

Există, de asemenea, unele diferențe între efectele generate de programele ortodoxe, respectiv heterodoxe, bazate pe ancorarea prin curs: în primul caz (cel al stabilizărilor din Conul Sudic în anii '70), introducerea noilor politici ale cursului de schimb a fost făcută pe fundalul unor rate inflaționiste în descreștere, realinierea inițială fiind obținută prin intermediul unui pachet monetar-fiscal, iar odată cu trecerea la o politică de decelerare a devalorizărilor nu s-au înregistrat efecte recessioniste. În cel de-al doilea caz, contra-partea pachetului monetar-fiscal a fost introducerea de controluri asupra cursului de schimb și veniturilor, ajustările fiscale inițiale determinând unele efecte contractioniste slabe și de scurtă durată; acolo unde perioada de stabilizare a dinamicii cursului de schimb a fost îndelungată sau s-au practicat cursuri fixe pe perioade relativ mai lungi (Uruguay

1969, Israel 1985-1986), fazele recessioniste au început înaintea introducerii de corecții prin intermediu unor devalorizări importante.²⁾ De remarcat faptul că, în ambele cazuri, fazele expansioniste au implicat mai ales boom-uri ale consumului, și mai puțin ale investițiilor (afirmație valabilă mai ales după 1980, cu excepția Mexicului, și considerată a deriva în special din sporirea instabilității macroeconomice și reducerea intrărilor de capital străin după declanșarea crizei datorilor externe).³⁾ La acestea se adaugă deteriorarea situației balanțelor de plăti și a contului curent (cu efecte expansioniste evidente, dar și operând ca agenți ai inversării trendului în ciclul economic, datorită imposibilității economiei de a finanța deficitul în creștere ale acestor balanțe dincolo de un anumit nivel), creșterea (uneori cu lag) a nivelului salariilor reale, însotită de obicei de o mișcare inversă a cursului real de schimb, precum și continuarea expansiunilor economice în cele mai multe din economiile analizate, în ciuda reducerilor însemnate la nivelul deficitelor bugetare (cu inversare ulterioară a contracției fiscale, pe măsura începerii stărilor recessioniste, în condițiile în care această schimbare de poziție în politica macroeconomică nu a deteriorat anticipațiile cu privire la menținerea inflației în continuare la niveluri joase aşa cum o demonstrează cazurile chilian și israelian).⁴⁾ În situație în care reacția agenților față de anticiparea unei crize a balanței de plăti (însotită de obicei de înăsprirea semnificativă a condițiilor pe piața creditului) este de a achiziționa active reale (în special bunuri de folosință îndelungată, dar și bunuri de capital), boom-ul inițial poate să nu apară, creșterea consumului fiind relativ uniformă de-a lungul întregii perioade premergătoare colapsului pronosticat; efectele expansioniste își vor face simțită însă prezență în cazul în care există o complementaritate între achizițiile de active reale menționate și consumul de mărfuri indigene (situația din Israel

¹⁾ M.Kiguel, N.Liviatan, *op. cit.*, pp. 284-285 și *Tabelul 2*, pp. 286-289.

²⁾ *Idem*, p. 285.

³⁾ *Idem*, pp. 296-297.

⁴⁾ *Ibidem*.

în 1986 este grăitoare în acest sens, achizițiile de bunuri de folosință îndelungată crescând cu 47% față de anul precedent; de asemenea, datele aferente programelor argentinian, chilian și mexican bazate pe ancora cursului de schimb sprijină această idee). De asemenea, apariția efectelor recessioniste înaintea efectuării de modificări în regimul cursului de schimb este explicabilă în condițiile anticipării generale a unui colaps care va avea efectiv loc la un orizont de timp îndepărtat de momentul formării anticipațiilor respective.¹⁾

Cu toate cele amintite mai înainte, existența unor cicluri economice asociate stabilizării, chiar dacă fazele expansioniste cu care acestea încep se prelungesc, nu este întru-totul dezirabilă: aceasta deoarece este preferabilă mai degrabă o stabilitate a consumului decât o evoluție volatilă a acestuia; de asemenea, achizițiile excesive de bunuri de capital realizate de-a lungul fazei expansioniste conduc la o alocare ineficientă a investițiilor, datorită realizării lor drept răspuns la eșecul anticipat al politicii cursului de schimb, astfel că această alocare, împreună cu dificultățile în contracararea efectelor supravevaluării monedei naționale și creșterii salarilor reale,

exacerbează profunzimea fazei recessioniste a ciclului, conducând la reduceri suplimentare ale nivelului ofertei agregate. În cazul unui eșec veritabil al unui astfel de plan, pierderea suplimentară de credibilitate implică nevoie de a implementa programe de stabilizare mai dure în viitor, ceea ce implică inducerea (imediată sau cu lag, dar mai ales imediată, datorită scurtării remarcabile a fazelor expansioniste) de presumi relativ mai adânci și mai îndelungate.²⁾ În general, economiile cu credibilitate antiinflaționistă foarte scăzută au preferat aplicarea unor programe de stabilizare drastice, generatoare de recesiuni imediate (cazurile Argentinei și Braziliei în 1990, după eșecul mai multor tentative de stabilizare succesive), în timp ce țările cu credibilitate relativ ridicată (față de situația prevalentă în mod obișnuit în economiile cu inflație cronică - Israelul, de exemplu) au tins să aplique programe deflaționiste bazate pe amânarea recesiunii, având în vedere gradele suplimentare de libertate permise de o situație favorabilă a balanței de plăti, ceea ce se traduce într-un cost relativ scăzut al necăștigării inițiale de credibilitate față de ancorele nominale utilizate în cadrul programului, respectiv cursul de schimb.³⁾

¹⁾ V.A.Drazen, op. cit. De asemenea, M. Kiguel, N. Liviatan, op.cit., p. 299.

²⁾ Idem, p.301.

³⁾ Idem, pp. 302-303.

Referiri bibliografice

Martin Bailey - "The Welfare Cost of Inflationary Finance", in: *Journal of Political Economy*, vol. 64, no. 2, April 1956, pp. 93-110

Leszek Balcerowicz, Alan Gelb - "Macropolicies in Transition to a Market Economy: A Three-Year Perspective", paper presented at the Annual Bank Conference on Development Economics, The World Bank, April 28-29, 1994, Washington, DC

Olivier Jean Blanchard - "Stabilization and Price Liberalization", in: Olivier Jean Blanchard, Rudiger Dornbusch, Richard Layard, and Lawrence Summers, *Economic Reform in Eastern Europe*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1991

Olivier Jean Blanchard, Richard Layard - "Post-Stabilization Inflation in Poland", in: EDI/World Bank and CERGE/Charles University, Papers for the Advanced Summer School in The Economics of the Market, Stříbrn Castle, Czech Republic, May 31- June 18, 1993, mimeo

Philip Cagan - "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", in: Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956

Guillermo A. Calvo - "Balance of Payments Crises in a Cash- in-Advance Economy", in: *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 19, no. 1, 1987, pp. 19-32

Guillermo A. Calvo, Carlos A. Vegh - "Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework", *IMF Working Paper* WP/90/110, Washington, DC, 1990

Rudiger Dornbusch - "Lessons from Experiences with High Inflation", in: *The World Bank Economic Review*, vol. 6, no. 1, 1992, pp. 13-31

Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer - "Moderate Inflation", in: *The World Bank Economic Review*, vol. 7, no. 1, 1993, pp. 1-44

Allan Drazen - "Can Exchange Rate Freezes Induce Business Cycles?", Department of Economics, University of Maryland, College Park, MD, 1990 (mimeo)

Alejandro Foxley - *Latin American Experiments in Neo- Conservative Economics*, University of California Press, Berkeley, Ca., 1983

Miguel A. Kiguel, Nissan Liviatan - "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations", in: *The World Bank Economic Review*, vol. 6, no. 2, pp. 279-305

Grzegorz W. Kolodko - "Inflation Stabilization in Poland - A Year After", in: *Revista di Politica Economica*, Year LXXXI, 3rd Series, No. VI, June 1991, pp. 289-330

Paul Krugman, Lance Taylor - "Contractionary Effects of Devaluation", in: *Journal of International Economics*, vol. 8, no. 3, 1978, pp. 445-456

Guillermo Ortiz - "Mexico: Beyond the Debt Crisis, Towards Stabilization and Growth and Price Stability", in: Michael Bruno, Stanley Fischer, Elhanan Helpman and Nissan Liviatan (with L.R.Meridor) (editori), *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1991

Carlos A.Rodriguez - "La Estrategia de Estabilización con Tipo de Cambio Flexible y Política Monetaria Activa", in: *Cuadernos de Economía (Chile)*, no.21, Agosto 1984, pp. 103-121

Carlos A.Rodriguez - "The Argentine Stabilization Plan of December 20th", in: *World Development*, vol.10, no.9, 1982, pp. 801-811

Mario Simonsen - "Indexation: Current Theory and the Brazilian Experience", in: Rudiger Dornbusch, Mario Simonsen (editori), *Inflation, Debt and Indexation*, MIT Press, Cambridge, Mass, 1986

Vito Tanzi - "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", in: *IMF Staff Papers*, no.25, September 1978, pp. 417-451

James Tobin - "Stabilization Policy Ten Years Afterwards", in: *Brookings Papers on Economic Activity*, no.1, 1980, pp. 18-71

World Bank - "Romania - Fiscal Policy in the Transition", Report NO. 11878-RO, The World Bank, Washington, DC, July 14, 1993