

SFÂRȘITUL REGLEMENTĂRII ȘI ULTIMUL REGLEMENTATOR

Preliminar

Lucian Croitoru

Aprilie 2013

Studiul a fost prezentat la conferința “Risk, Uncertainty, and Strategy in Markets and Games: Theory and Empirics”, organizat de Facultatea de Economie și Administrare a Afacerilor, Universitatea Babeș-Bolyai, luni, 18 februarie 2013.

Opiniile exprimate în acest studiu aparțin autorului și nu reflectă în mod necesar viziunea Băncii Naționale a României.

Mulumesc pentru comentarii utile colegilor mei Ella Kállai, Amalia Fugaru, Angela Pâslaru, Mihai Copaciu și Florian Neagu.

SUMAR

Sușținem ideea că orice proiect care privește societatea trebuie să fie compatibil cu natura umană pentru a aduce beneficii. Socialismul nu a fost concordant cu natura umană și a eșuat. Proiectul actual de întărire a reglementării financiare trebuie verificat prin prisma compatibilității sale cu trăsăturile profunde ale omului. Forța care se naște din dorința omului de a fi respectat (*Thymos*-ul la care se referea Platon) modelează reglementarea astfel încât aceasta să asigure transparența în sectorul financiar, contabilitatea corectă a avuției și minimizarea fraudei.

Orice reglementare care nu asigură aceste cerințe sau care este în exces limitează libertatea de alegere și intră în conflict cu nevoia omului de a fi respectat. Pe termen lung, întărirea reglementării de tipul „comandă și control” care se realizează în prezent se va dovedi ineficientă. Sub influența unor factori temporari, a căror forță este dată de criza actuală, această concluzie pare mai puțin probabilă ca oricând. Dar natura umană nu se schimbă. Forțele formidabile de puternice care derivă din ea sunt prezente și lucrează în direcția amintită.

Arătăm că euforia și panica sunt principalele forțe care determină ciclul financiar și ciclul de afaceri, iar reglementarea nu le poate tempera decât dacă instituie controale severe, inclusiv controlul fluxurilor de capital, care suprimă libertatea de alegere. Dar, controalele stricte nu pot împiedica apariția euforiei prin suprimarea libertății de alegere decât temporar, deoarece îngrădirea libertății declanșează lupta pentru eliminarea controalelor. De asemenea, instituirea/creșterea cerințelor de capital, pe de o parte poate duce la subevaluarea riscurilor, iar pe de altă parte la creșterea încrederii și la asumarea de noi riscuri. Aceste evoluții concomitente nu pot garanta efecte stabilizatoare.

În sfârșit, arătăm că rațiunea, euforia și panica sunt forțe ale pieței, fiecare devenind predominantă în raport cu celelalte în mod ciclic. În particular, perioadele în care predomină rațiunea sunt întrerupte de succesiunea euforie-panică. Panica este o forță a pieței mai puternică decât euforia. Ea este singura instanță care are “curajul” să întrerupă euforia, curaj pe care nu îl are nicio autoritate (guvern sau bancă centrală). Panica are rolul de a face loc, din nou, rațiunii.

Câteva citate relevante pentru acest studiu

„The evolution of freedom has involved a long process of bringing power under law. (...) It takes work to free our minds from our dependence on the state.”

“Evoluția libertății a implicat un process lung de aducere a puterii sub influența legii. (...). Este nevoie de muncă pentru a elibera mințile noastre de dependența de stat.”

(Tom G. Palmer, “The Origins of State and Government”, „Originile statului și guvernului”, *Cato's Letter*, Vol. 10, No. 4, Fall 2012).

“The curious task of economics is to demonstrate to men how little they really know about what they imagine they can design.”

„Sarcina curioasă a științei economice este să demonstreze oamenilor cât de puțin știu cu adevărat despre ce ei își imaginează că pot proiecta.”

(Friedrich von Hayek, “The Fatal Conceit: Errors of Socialism”/”Aroganța fatală: erorile socialismului”).

„Regulation - which is based on force and fear - undermines the moral base of business dealings. It becomes cheaper to bribe a building inspector than to meet his standards of construction. A fly-by-night securities operator can quickly meet all the S.E.C. requirements, gain the inference of respectability, and proceed to fleece the public. In an unregulated economy, the operator would have had to spend a number of years in reputable dealings before he could earn a position of trust sufficient to induce a number of investors to place funds with him.”

“Reglementarea – care este bazată pe forță și frică – subminează baza morală a înțelegerilor privind afacerile. Devine mai ieftin să mituiești un inspector de construcții decât să satisfaci standardele din construcții. Un operator pe piața valorilor mobiliare care caută un profit ușor poate rapid satisface toate cerințele S.E.C., câștiga inferența responsabilității și jăcmăni publicul. Într-o economie nereglementată, operatorul ar fi trebuit să petreacă un număr de ani în tranzacții respectabile înainte de a putea câștiga o poziție de încredere suficientă să convingă un număr de investitori să-și plaseze banii prin el.”

(Greenspan, Alan, „The Assault on Integrity”/”Asaltul asupra integrității”, 1963)

”De la iluminism încoace, în marea tensiune dintre *raționalism* (cum am dori noi să fie lucrurile ca să aibă sens pentru noi) și *empirism* (cum sunt lucrurile), am dat vina pe lume fiindcă nu e pe măsura paturilor modelelor ‘raționale’, am încercat să-i schimbăm pe oameni ca să fie pe măsura tehnologiei, ne-am născocit etica în așa fel încât să se potrivească nevoilor noastre de a avea o slujbă, am cerut vieții economice să se potrivească teoriilor economiștilor și am obligat viața omenească să se înghesuie într-o schemă.”

(Taleb, N. Nassim, „Patul lui Procust”, Curtea Veche Publishing, 2011, p. 131).

Cuprins

Sinteză	7
1. Introducere	15
2. Nu reglementarea liberală, ci natura umană este cauza fluctuațiilor economice	18
2.1 Ciclul financiar și viziunile noastre subiective	20
2.2 Omul, atitudinea față de risc și ciclul economic	23
2.3 Limite endogene și atitudinea față de risc	24
2.4 Politicile macroeconomice nu pot combate euforia	26
2.5 Limitele exogene (reglementarea) și atitudinea față de risc	27
2.6 Câteodată, mai mult e mai puțin	30
3. Iluzia efectelor stabilizatoare ale reglementării de tipul comandă și control	32
3.1 Reglementarea accelerează inovațiile financiare	34
3.2 Cerințele de capital sunt mereu insuficiente	35
3.3 Cerințele de capital stimulează încrederea și, astfel, asumarea riscurilor	38
4. Mecanismul euforiei	39
4.1 Probabilitățile subiective	40
4.2 Euristică „reprezentativitate” și cauza crizei	41
4.3 Supraîncrederea	42
4.4 Estimarea probabilităților în sectorul financiar și în sectorul nefinanciar	43
4.5 Euforia în sectorul real și transmiterea ei în sectorul financiar	44
5. Piețele sunt atât euforice cât și raționale	47
6. Concluzii	49
Anexa 1: Socialismul și natura umană	52
Anexa 2: Reglementarea înainte de criză	56
Bibliografie	58

Sinteză

Există în prezent un larg accept al ideii că reglementarea liberală care a rezultat în urma unui proces de dereglementare început pe la mijlocul anilor '80 a fost principala cauză a crizei declanșate în 2007. În consecință, a fost rapid adoptat un program de îmbunătățire a reglementării financiare. În centrul acestui program stau a) creșterea cerințelor de capital, b) introducerea de cerințe privind deținerea de lichiditate și c) impunerea unei limite privind îndatorarea pentru a restrânge activitatea bancară necontrolabilă.

Programul are două obiective: (i) temperarea ciclului financiar și (ii) reducerea vulnerabilității solvabilității sistemului bancar la ciclul afacerilor. Studiul prezintă principalele motive pentru care „îmbunătățirile” menționate nu vor avea eficiența scontată și sugerează direcțiile în care ar trebui perfecționată reglementarea în sectorul financiar.

Istoria reglementării are direcție și coerență

- Ideea noastră centrală este aceea că orice proiect care privește societatea, dar care nu este în concordanță cu natura umană, produce costuri nete pentru societate. Socialismul a fost un astfel de proiect și a eșuat. Aceasta se întâmplă deoarece trăsăturile profunde ale omului, care nu se schimbă prin învățare, se combină pentru a da naștere la forțe formidabile de puternice care dau coerență și direcție istoriei. Pe termen lung, acțiunea împotriva acestor forțe nu are sorti de izbândă.
- Între trăsăturile menționate, capacitatea omului de a *dori* și a *raționa*, *incapacitatea sa de a cunoaște viitorul* și, în sfârșit, *thymos-ul* (spiritualitatea), din care rezultă *dorința omului de a fi respectat*, nu se vor schimba niciodată.
- Fukuyama a arătat că *dorința* care ne îndeamnă să producem și *rațiunea* care ne învață să producem eficient se combină pentru a da naștere unei forțe („logica științei moderne”) care dă coerență istoriei și explică prosperitatea omenirii. Din *dorința de a fi respectat* rezultă o altă forță, și anume „lupta pentru libertate” a omului. Împreună, aceste două forțe duc societatea spre capitalismul liberal democratic.
- În acest studiu arătăm că și istoria reglementării financiare are o direcție și coerență. În mod particular, *dorința omului de a fi respectat* face necesar ca operațiile financiare să fie transparente, corect reflectate în contabilitate și nefrauduloase. Reglementarea care asigură aceste obiective este optimă din perspectiva naturii umane. O reglementare insuficientă sau una în exces față de acest optim încălcă libertatea de alegere a oamenilor, intrând în contradicție cu nevoia omului de a fi respectat.
- Reglementarea financiară de tipul „comandă și control” care „fixează standarde pe anumite activități (comanda) și utilizează legislația pentru a interzice comportamentul entităților reglementate care nu se conformează acestor standarde (controlul)” (O’Sullivan și Flannery, 2011) nu este compatibilă cu natura umană.

Reglementarea nu poate tempera ciclul financiar

- *Incapacitatea noastră de a cunoaște viitorul* face ca deciziile referitoare la viitor să nu se bazeze pe cunoaștere, ci pe *viziunile noastre subiective despre viitor*. În particular, *percepțiile* privind riscurile și *atitudinile* față de risc se bazează pe *tehnici (convenții)* de a trata incertitudinea sau pe *judicarea* probabilităților mai degrabă decât pe calcularea de probabilităților. Aceste tehnici de tratare a incertitudinii sunt o „fundatie superficială” pentru o „teorie practică a viitorului” care „este subiect al schimbărilor bruște și violente.” (Keynes, 1937, p. 215). *Dorința* oamenilor, pe de o parte, și *incapacitatea lor de a prevedea viitorul* pe de altă parte, se combină pentru a da naștere la două forțe ale pieței extrem de puternice: *euforia* și *panica*. Euforia și panica sunt principalele forțe care mișcă *ciclul financiar* și *ciclul de afaceri* deoarece, odată instituite, controlează acțiunea umană.
- Euforia pornește în sectorul nefinanciar și, cu întârziere, se transmite și în sectorul financiar. Ea este determinată de recunoașterea în practică de către agenții economici a unor *limite care apar în mod endogen*, indicând că urmează perspective bune. După o criză, pentru antreprenori, perspectivele bune sunt identificate când nivelul șomajului începe să scadă. Acest moment apare pentru că firmele își finalizează proiectele din resurse interne, în timp ce băncile continuă să-și repare bilanțurile. După un număr de ani de proiecte conservatoare reușite, bancherii își aliniază percepțiile despre risc la cele din sectorul firmelor, recunoscând în practică rate de creștere economică relativ înalte, inflație joasă și stabilă, istorie bună a rambursării creditelor și o stare bună a bilanțurilor. Băncile încep să considere cerințele lor (*limite autoimpuse*) față de contrapartide, referitoare la raportul dintre datorii și capital, lichiditate, adecvarea capitalului etc., ca fiind conservatoare și le relaxează. Euforia se generalizează, iar creditul și prețurile activelor încep să crească la rate relativ mari.
- Cu (i) rata de creștere a produsului potențial relativ înaltă și cu (ii) inflație joasă și stabilă, politicile macroeconomice nu pot tempera euforia. Pe de o parte, contractiile fiscale sau monetare sunt politic indisponibile. Pe de altă parte, libera circulație a capitalurilor și rata de schimb flexibilă fac contrația fiscală incompatibilă cu politica băncii centrale, care nu permite scăderea inflației sub nivelul relativ jos și stabil și reduce rata dobânzii. Astfel, cheltuielile private cresc, compensând contracția în cheltuielile publice. Nivelul relativ înalt al producției potențiale este compatibil cu inflația joasă, dar este prea mic în raport cu dezechilibrele care se acumulează din cauza euforiei. Acesta este sensul profund al afirmației, aflate astăzi pe buzele tuturor, că inflația joasă și stabilă nu garantează stabilitatea financiară.
- Nu numai politicile macroeconomice, dar nici reglementarea nu poate fi folosită pentru temperarea ciclului economic. Reglementarea înseamnă *limite impuse exogen*, care nu pot fi depășite sau sub care nu se poate trece în ceea ce privește lichiditatea, raportul datorii/capital și adecvarea capitalului etc. Aceste limite exogene semnaleză riscuri și cer răspunsuri care să limiteze relaxarea constrângerilor financiare de către bănci. Limitele

exogene nu sunt cu nimic mai științifice decât tehnicile convenționale adoptate pentru a trata incertitudinea sau pentru a judeca probabilități.

- Atitudinile față de risc pe care le cer *limitele impuse exogen* de reglementatori intră în contradicție cu atitudinile pe care le determină *limitele endogene* identificate de agenții economici și care îi fac pe aceștia să trateze viitorul cu încredere. Este ciocnirea dintre două viziuni subiective privind viitorul și nu există niciun motiv pentru care agenții economici ar crede mai mult limitele exogene. Conflictul se rezolvă în timp, fie prin creșterea presiunii pentru eliminarea reglementării excesive, așa cum s-a întâmplat începând de la jumătatea anilor 80, fie prin inovarea destinată arbitrării reglementării.
- Dacă reglementatorii sunt ghidați de concepția nerealistă că oamenii fac anticipații raționale despre viitor și că pot colecta suficiente informații pe baza cărora cântăresc în termeni probabilistici viitoarele posibile rezultate, atunci ei vor trata complexitatea în creștere a sistemului financiar cu complexitate. Dar această tendință nu este sustenabilă deoarece complexitatea generează incertitudine (Haldane, 2012b). În schimb, dacă admit că omul nu poate înțelege pe deplin complexitatea sistemului financiar, reglementatorii vor simplifica regulile. Astăzi ne îndepărtăm îngrijorător de mult de această concepție, ceea ce s-ar putea reflecta în comportamente aberante ale sistemului financiar.
- *Dacă limitele exogene nu îngrădesc suficient libertatea de alegere* prin impunerea de controale de capital și alte controale severe, ele nu pot stopa apariția euforiei. Aceasta se întâmplă deoarece participanții la piață știu că limitele exogene nu au o bază științifică mai solidă decât limitele endogene identificate de ei. În acest caz, oamenii nu-și părăsesc propriile viziuni și, necunoscând viitorul, se străduiesc să se conformeze comportamentului majorității, despre care fiecare presupune că are informații mai bune (Keynes, 1937, p. 215). Astfel, euforie devine cvasigeneralizată, cu doar puține entități rămânând raționale. Experiența României confirmă că întărirea unor reglementări în condițiile liberalizării capitalului au rămas ineficiente (Isărescu 2009, pp. 346-360; Georgescu, 2011).
- Totuși, *dacă limitele exogene (reglementările) reduc semnificativ libertatea de alegere*, prin controlul fluxurilor de capital și alte controale, ca în perioada '50-'60, apariția euforiei devine aproape imposibilă. În acest caz, îngrădirea libertății de alegere nu elimină superficialitatea tehnicilor subiective de formare a anticipațiilor, ci doar o înlocuiește cu constrângeri la fel de superficiale impuse de reglementatori. Dar, controalele stricte nu pot împiedica apariția euforiei prin suprimarea libertății de alegere decât temporar, deoarece îngrădirea libertății declanșează lupta pentru eliminarea controalelor. Această luptă a început la mijlocul anilor '80 și a rezultat în dereglementarea care a urmat până la izbucnirea crizei în 2007.

Întărirea reglementării nu are efecte stabilizatoare

- Instituirea/creșterea cerințelor de capital nu poate avea efectele stabilizatoare pe care le invocă reglementatorii deoarece odată instituite/crescute, cerințele de capital duc la subestimarea neobservabilă a riscurilor. Din această cauză, capitalul băncilor este permanent insuficient în raport cu riscul și nu poate produce efectele stabilizatoare așteptate în cazul unui șoc. Deficitul de capital asociat cu subestimarea riscului este neobservabil până când un șoc a cărui mărime nu ar trebui să pună probleme în dezvoltare.
- Subevaluarea riscurilor care poate rezulta din instituirea/creșterea cerințelor de capital este cauzată de conflictul care există între nevoia de libertate a omului și reglementarea de tipul „comandă și control”. Acest conflict este suficient de puternic pentru a duce la apariția unui cadru în care riscurile și variabilele care depind de risc sunt calculate greșit. În acest cadru, inovarea este utilizată pentru ocolirea reglementării de tipul „comandă și control” prin producerea de noi instrumente. Efectul negativ al acestui proces este acela că modelele de evaluare a riscului ajung să se bazeze pe serii de date relativ scurte, incomplete sau cu grad redus de încredere. Cu aceste caracteristici ale seriilor de date, pericolul ca estimarea riscului să fie alterată este mare. Calitatea precară a estimării riscurilor afectează acuratețea cu care se determină capitalul pe care banca trebuie să-l păstreze în rezervă.
- Deși nu poate garanta menținerea sub 0,1 la sută a probabilității de default a unei bănci, instituirea/creșterea cerințelor de capital produce două efecte importante. Primul, accelerează refacerea încrederii. Într-adevăr, instituirea cerințelor de capital a fost făcută în urma crizei datoriei din America Latină din anii 80, iar creșterea lor a fost făcută în urma crizei din 2007, în ambele cazuri pentru a accelera creșterea încrederii. Al doilea, cerințele de capital rămân un factor important pentru încredere o lungă perioadă după refacerea acesteia.
- Combinația dintre subestimarea riscurilor și creșterea încrederii pe care le determină instituirea/creșterea cerințelor de capital nu este benefică. Dacă, pe de o parte, apare o creștere a încrederii și a riscurilor asumate, iar pe de altă parte se reduce nivelul de facto al capitalului, atunci rezultă un dezechilibru între pierderile neprevăzute și capitalul disponibil pentru acoperirea lor.

Sectorul financiar nu poate fi izolat împotriva euforiei

- Modelele științifice de estimare a riscului nu pot proteja instituțiile financiare împotriva euforiei sau a panicii deoarece există multe riscuri idiosincratice în toate portofoliile. Din acest motiv, în sectorul financiar, judecata bazată pe experiență va coexista cu judecata informată de modelele de risc. În final, judecarea subiectivă a probabilităților, care stă la baza schimbărilor în încredere, afectează nu numai sectorul nefinanciar, ci și sectorul financiar. Deoarece nu poate fi eficientă în combaterea euforiei, reglementarea nu poate opri extinderea euforiei de la sectorul firmelor nefinanciare la sectorul financiar.

- Când judecă probabilități pe bază de experiență, oamenii iau în considerare faptele dintr-un interval de timp trecut foarte scurt. Se cântăresc două tipuri de date: (i) știri, comentarii și indicatori economici și (ii) riscuri sau probleme potențiale. În faza ascendentă a ciclului economic, trecutul recent pe care oamenii îl țin minte pare constituit numai din știri, comentarii și indicatori favorabili (tăria faptelor). În fereastra de timp relevantă pentru judecarea probabilităților nu există suport cantitativ pentru problemele potențiale (validitatea predictivă). Chiar și pentru supraveghetori sau pentru decidenții care rămân lucizi este dificil să vorbească despre euforie sau să restrângă creditul deoarece „indicatorii cantitativi nu sprijină precauția până când este prea târziu în expansiunea creditului.” (Greenspan, 2002). Tot mai multe proiecte propuse de antreprenori sau tot mai multe cereri de credite de consum par fezabile pentru bănci.
- Spre deosebire de euforie, panica apare mai întâi în sectorul financiar. Pe măsură ce dezechilibrele asociate cu problemele potențiale care nu au primit atenție se dezvoltă, optimismul bancherilor sau a altor deținători de active se risipește. Acum situația se inversează. Proeminente devin faptele negative și toate comentariile și opiniile care îndeamnă la precauție. Percepția despre risc crește, ceea ce se reflectă în creșterea dobânzilor. Aceasta din urmă alterează bilanțurile din sectorul nefinanciar (firme și gospodării).
- Când criza apare, ignorând natura umană, conform filozofiei dominante astăzi, reglementarea financiară se înăsprește, inclusiv cea privind capitalul. Astfel se pun bazele unei viitoare crize financiare profunde, pe ruta subevaluării riscurilor concomitent cu refacerea încrederii și acumulării de noi riscuri.

Piețele sunt raționale, euforice și în panică

- Ipoteza că piețele sunt permanent raționale este greșită, dar greșită este și ipoteza că piețele sunt permanent iraționale. Faptul că piețele sunt raționale nu înseamnă că agenții economici pot formula anticipații raționale despre viitor, ci că pot păstra concordanța dintre acțiunile lor și scopul maximizării profitului pe o perioadă nedefinită. Păstrarea acestei concordanțe înseamnă că banca nu inițiază acțiuni excesiv de riscante sau distrugătoare de valoare. Euforia face ca această concordanță să nu poată fi permanentă. Când acțiunile curente nu mai pot asigura maximizarea intertemporală a profitului, piețele nu mai sunt raționale.
- Rațiunea, euforia și panica sunt forțe ale pieței, fiecare devenind predominantă în raport cu celelalte în mod ciclic. În particular, perioadele în care predomină rațiunea sunt întrerupte de succesiunea euforie-panică. Succesiunea dintre euforie și panică se reflectă în acumularea și, respectiv, spargerea bulelor prețurilor activelor, care influențează profund alternanța fazelor ascendente și descendente ale ciclurilor de afaceri. Întotdeauna după panică piețele revin la rațiune, care se re-instituie întotdeauna în perioade de

recesiune. Cu alte cuvinte, piețele rămân raționale între momentul marcat de dispariția panicii asociate cu o criză și momentul de la care euforia se instalează.

- Kahneman (2009, pp. 366-367), a arătat că temerile se învață mai ușor decât speranța. Este posibil ca, în economie, aceste proprietăți ale speranțelor și temerilor individuale să fie valabile și pentru speranțele și temerile colective. Euforia colectivă se învață mai greu decât frica sau panica colectivă. Aceasta explică de ce perioadele de euforie sunt întotdeauna mai lungi decât perioadele de panică.
- Faptul că în mod natural euforia durează mai mult decât panica și că panica este mai puternică decât euforia, este benefic. El contribuie la minimizarea perioadelor de contracție.
- Eficiența cu care piețele elimină dezechilibrele și ineficiențele este diferită în funcție de starea rațională, euforică sau de panică a piețelor. *În perioadele în care predomină rațiunea*, piețele elimină dezechilibrele în mod continuu. O reglementare liberală este adecvată, căci piața însăși supraveghează prin contrapartide. Clienții se supun nu numai cerințelor de reglementare oficiale ci celor ale creditorilor (*limitele autoimpuse*). O creștere a reglementării în această perioadă ar însemna reducerea libertății piețelor, adică a capacității lor de a adresa dezechilibrele, fără a împiedica intrarea economiei în etapa euforică.
- Panica este o forță a pieței mai puternică decât euforia. Ea este singura instanță care are “curajul” să întrerupă euforia, curaj pe care nu îl are nicio autoritate (guvern sau bancă centrală). Panica are rolul de a face loc, din nou, rațiunii.

Concluzii

- Această succesiune repetabilă între rațiune-euforie-panică-rațiune permite piețelor să se repare singure, nu pentru că o cer reglementatorii. În cel mai bun caz, reglementările cer piețelor să facă ajustări în direcții spre care piețele s-ar fi îndreptat oricum.
- Este posibil, totuși, ca reglementările recente să fi împins vitezele de ajustare la niveluri care, poate, au accentuat recesiunea mai mult decât au făcut-o piețele.
- Pe măsură ce piețele redevin raționale, făcând ajustările necesare, rezultă multă suferință pentru un număr foarte mare de votanți. Din păcate, pe acest fundal, rațiunea colectivă a electoratelor se reduce. Neînțelegând această defazare, masele votante cer o implicare mai profundă a guvernelor, inclusiv prin reglementare.
- Politicienii știu că doar în urma crizei pot acționa, dacă vor simpatia publicului. Așa cum am arătat în cartea mea *În apărarea piețelor* (2012, p. 37), și am reiterat și în acest studiu, electoratele din societățile democratice privesc guvernele ca pe o opțiune: nu admit

utilizarea politicilor macroeconomice în fazele ascendente și sancționează guvernul dacă acesta nu intervine în fazele descendente.

- Neînțelegând suficient natura umană, unii cred că o reglementare administrativă strictă ar putea atenua euforia și frica, și astfel amplitudinea fazelor ciclului. Dar așa cum am notat în articolul meu intitulat *În birou la Alan Greenspan*, notam (p. 8), “[a] te asigura că piețele financiare nu vor deveni euforice este echivalent cu a suprima alegerile economice libere, care fiind făcute de oameni, pot fi oricând euforice.”
- Neputând să prevadă viitorul, reglementarea se concentrează, ca întotdeauna, pe cauzele crizei curente. Astfel, ea se așează cu spatele la viitoarea criză, confirmându-și incapacitatea naturală de a preveni o criză. În acest proces, reglementatorii caută să anticipeze și să pună limite oricărui proces care a dus la criză.
- Dacă am porni de la natura omului, strategia reglementării ar fi diferită de cea de astăzi. Reglementarea de tipul comandă și control generează răspunsuri ale agenților economici care face iluzorie creșterea adecvării capitalului la niveluri relativ înalte.
- În proiectarea reglementărilor, concepția că agenții economici acționează pe baza anticipațiilor raționale trebuie să facă loc concepției că nici agenții economici și nici statul nu pot înțelege complexitatea sistemului financiar pe deplin.
- Reglementarea are nevoie de o încorporare mai mare a percepțiilor despre risc și a atitudinilor față de risc care se formază nu numai în sectorul financiar, ci mai ales în afara lui. Percepțiile sunt ancorate într-un mod foarte fragil, pe baza tehnicilor de tratare a incertitudinii. Reglementarea nu poate să ignore faptul că limitele pe care le impune nu pot înlocui această bază, astfel că percepțiile rămân o sursă de instabilitate care nu poate fi ignorată.
- Complexitatea sistemului financiar și capacitățile limitate ale omului de a ști despre viitor sugerează că reglementarea trebuie să rămână simplă. Penalizarea complexității instituțiilor care compun sistemul bancar sau a relațiilor dintre ele, de exemplu prin impunerea de cerințe de capital mai mari, nu va face sistemul mai bun. Soluția constă în simplificarea cadrului de reglementare și păstrarea lui într-o formă cât mai simplă. O reglementare complexă face sistemul financiar „too big to manage”.
- În afârșit, dacă pornim de la natura omului, e necesar să întărim cât de mult posibil reglementarea în ariile prevenirii fraudei, să creștem transparența sistemului financiar și să îmbunătățim cerințele privind contabilitatea activelor imobiliare. În rest, așa cum arată Greenspan (2008b, p. 523), strategia ar trebui “să asigure că piețele noastre au în toate perioadele suficientă flexibilitate și rezistență, neîmpovărate de protecționism și reglementare rigidă, pentru a absorbi și atenua șocurile crizei.” Abia atunci ar fi strategia compatibilă cu natura umană și cu direcția istoriei.

1. Introducere

Este mersul economiei întâmplător, determinat de ideologii și credințe schimbătoare? Sau există forțe obiective care derivă din natura umană ce impun o direcție economiei mondiale? Dacă aceste forțe există, am vrea să le înțelegem. Ar fi inutil să proiectăm politicile împotriva direcțiilor spre care ele împing. Am reuși doar să irosim resurse.

Direcția și coerența istoriei nu sunt ușor de identificat. Dificultatea vine de la faptul că, pe termen foarte lung, apar, se dezvoltă și dispar trenduri. Aceste trenduri pot dura ani, zeci de ani sau chiar sute de ani. Din acest motiv, este dificil de spus dacă o anumită evoluție este un trend de sine stătător sau o fază a unui ciclu lung. La scară istorică, ele se pot confunda cu direcția istoriei sau cu faze ale unor cicluri foarte lungi.

De exemplu, după 1917, când a avut loc instaurarea comunismului în Rusia, în mai puțin de trei decenii, o treime din întreaga lume a devenit socialistă. Acesta a fost un trend al cărui rezultat a fost inversat după câteva decenii. Doar China, Cuba și Coreea de Nord mai sunt țări socialiste. După 1989, multe din fostele țări socialiste au trecut la economia de piață și la democrație. Este aceasta din urmă o aliniere la o tendință care, virtual nu se va întrerupe? Sau este doar faza unui ciclu foarte lung în care socialismul și capitalismul alternează? Sau este direcția istoriei?

Întrebări similare pot fi formulate și în legătură cu reglementarea financiară, a cărei severitate și natură par să fi avut o evoluție ciclică. Reglementarea a fost relativ liberală înainte de Marea Depresie, dar ulterior a fost transformată într-o reglementare de tipul „comandă și control”, care „fixează standarde pe anumite activități (comanda) și utilizează legislația pentru a interzice comportamentul entităților reglementate care nu se conformează acestor standarde (controlul)” (O’Sullivan și Flannery, 2011).

Reglementarea financiară de tipul „comandă și control” a atins culmea severității în anii ’50-’60, prin limitarea spațiului de afaceri pentru unii intermediari financiari, controlul ratelor dobânzii la depozite și credite, controlul capitalurilor și controlul ratei dobânzii de politică monetară (Goodhard, 2012).

După căderea acordului de la Bretton Woods, controalele asupra capitalurilor au fost ridicate. Pe la mijlocul anilor ’80 a început un proces treptat de dereglementare și de liberalizare a sectorului financiar. Acest proces a fost considerat vinovat pentru criza ce a izbucnit în 2007, astfel că întărirea reglementării de tipul „comandă și control” a devenit un proiect ale cărei faze inițiale s-au derulat imediat după criză.

Pentru a răspunde la întrebările de mai sus, trebuie identificate forțele care se combină pentru a determina o evoluție sau alta. La scară istorică, aceste forțe sunt date de aspectele profunde ale naturii umane. Natura umană este foarte puțin sau deloc supusă procesului de învățare. Neschimbându-se, trăsăturile profunde ale omului vor da naștere la forțe profunde și puternice care nu vor dispărea, chiar dacă pot fi estompate pentru anumite perioade.

Sarcina dificilă constă în identificarea acestor forțe profunde, a aspectelor umane care le determină și a sensurilor în care acționează. Odată identificate, ele pot fi utilizate pentru a

verifica dacă anumite proiecte sau evoluții, chiar și trendurile foarte lungi în evoluția societății (cum ar fi apariția și dezvoltarea socialismului sau a capitalismului) se opun lor sau sunt rezultatul lor. Astfel, se poate spune dacă un proiect este viabil sau dacă o evoluție pe termen lung sau foarte lung, este un simplu trend, care se va întrerupe, fără a se putea garanta că va mai fi reluat sau este direcția istoriei.

În legătură cu problema mai generală a direcției istoriei, o astfel de analiză, pornind de la natura omului a făcut Fukuyama în excelenta sa lucrare *The End of History and the Last Man* (1992). El a pornit de la cele trei părți ale sufletului, descrise de Platon în *Republica*: cea care dorește, cea rațională și spiritualitatea (*thymos*¹). Cele trei părți generează două forțe care, în mod inevitabil, dau direcție istoriei.

Prima forță obiectivă rezultă din *dorința* care ne îndeamnă să producem (bunuri, servicii etc) și din *rațiunea* care ne învață să producem eficient. Această forță este „logica științei moderne”. Ea dă coerență și direcție istoriei, explicând prosperitatea. Dar ea nu poate explica libertatea (economică, politică etc). Libertatea este produsul celeilalte forțe, care este „lupta pentru recunoaștere” a omului, în spatele căreia stă, ca temelie, spiritualitatea. ”Omul (...) dorește dorința altor oameni, adică el vrea să fie „recunoscut”” (Fukuyama, p. XVI). Logica economică a științei și “lupta pentru recunoaștere” sunt forțele care duc națiunile spre capitalismul liberal democratic.

În acest studiu vom arăta că și istoria reglementării financiare are o direcție. Ea pornește de la faptul că *dorința* oamenilor, pe de o parte, și *incapacitatea lor de a prevedea viitorul* sau înclinația lor de a *judeca* mai degrabă decât de a calcula statistic probabilități, pe de altă parte, se combină pentru a da naștere la *euforie* și *panică*. Acestea sunt forțele care mișcă ciclul financiar și ciclul de afaceri.

Așa cum vom arăta în acest studiu, reglementarea nu poate influența ciclul financiar decât dacă instituie controale severe de tipul celor instituite după Marea Depresie. Totuși, unii economiști cred că amplitudinea ciclului financiar depinde de gradul de reglementare. Aceasta ar însemna că o reglementare mai severă apalitalizează ciclul deoarece reduce mai mult libertatea piețelor și, de aceea și eficiența economică. Invers, o reglementare liberală, aplatizează mai puțin ciclul, dar permite o eficiență mai mare. Astfel ar apărea un conflict

¹ Despre *Thymos*, Herodot a vorbit înaintea lui Paton. Mises (1957, p. 266, nota de subsol 1) spune că „Herodot și alți autori se referă la *Thymos* ca la un centru al emoțiilor și ca la o facultate mintală a unui corp însuflețit prin ale cărui mijloace, gândirea, dorința și sentimentul sunt armonizate (conducted)”. Mises a propus ca ramura din psihologie care studiază gândurile umane, judecățile, dorințele și acțiunile să se numească timologie (thymology), pentru a fi deosebită de ramura care studiază psihologia experimentală. Această distincție a fost făcută de Mises pentru a apăra știința economică de atacul care venea de la *istoricism* (modul de gândire care acordă un rol central unui context specific sau unui loc geografic), *pozitivism* (aformarea pozitivă a teoriilor) și *polilogism* (mod de gândire care susține că oameni sau grupuri de oameni diferiți au forme diferite de logică) care negau știința economică. Mai ales marxistii susțineau că gândirea umană este determinată de apartenența la o anumită clasă socială, așa cum rasiștii credeau că este influențată de rasă. Mises afirmă clar că timologia este o „ramură a istoriei”. Mises spune că „de ce un om alege apă și alt om alege vin este o problemă timologică” (Mises, [1957] 1985, p. 272). „Dar – spune Mises – aceasta nu este de niciun interes pentru praxeologie și știința economică.” (Mises, [1957] 1985, p. 272). Pentru o analiză detaliată a motivelor pentru care Mises a introdus dihotomia dintre timologia (aspectele psihologice ale actului de a înțelege) și praxeologie vezi Lavoie și Storr, 2011).

între amplitudinea ciclului financiar și eficiența economică. Reglementatorii s-ar confrunta, în această viziune cu un compromis între două obiective: stabilitatea sistemului financiar și eficiența acestuia.

Prezența compromisului pare să fie confirmată în istorie de alternarea între o reglementare severă care reduce eficiența, și una mai liberală, care este astăzi suspectată că duce la crize profunde. Dar acest compromis nu este real. Natura umană spune cu precizie unde trebuie să fie reglementarea. Din *dorința omului de a fi respectat* rezultă că reglementarea este strict necesară pentru a asigura transparența acțiunilor, reflectarea corectă a operațiilor în contabilitate și combaterea fraudei (ultima, înțeleasă în sensul larg al cuvântului, pentru a cuprinde și acele acțiuni care încălcă dreptul la liberă alegere).

Dorința, rațiunea și thymos-ul corect interpretate arată că reglementarea care asigură atingerea acestor obiective este optimă: pe de o parte, o reglementare insuficientă pentru a asigura maximum de transparență, reflectarea contabilă corectă a averii și minimizarea fraudei alterează nevoia omului de a fi respectat. De exemplu, dacă se respectă cele trei principii, nicio instituție nu ar putea fi considerată „too big to fail” sau „too complex to fail”. Lipsa de transparență ar fi evidentă în cazul creditorilor neasigurați ai respectivei entități sau a proprietarilor, care ar fi astfel salvați. De asemenea, salvarea este discriminatorie față de alți participanți la piață, iar garanția de stat implicită care există față de o astfel de instituție nu este evidențiată în contabilitate.

Pe de altă parte, o reglementare care alterează semnificativ libertatea de alegere îi determină pe agenții economici să lupte pentru eliminarea ei pe cale democratică². Această luptă arată că reglementarea de tipul „comandă și control” nu este sustenabilă. Natura umană ne informează că are nevoie de un mod de a reglementa care să prezerve libertatea de alegere. De exemplu, separarea băncilor comerciale (ale căror depozite sunt garantate) de băncile de investiții prin legea Glass-Steagall nu a rezistat deoarece genera încălcarea libertății de alegere. Subvențiile încrucișate rezultând din combinarea în aceeași bancă a depozitelor garantate cu expunerile speculative apar deoarece statul garantează depozitele. Fără această garanție, problema subvențiilor încrucișate nu se pune.

Sub influența unor factori temporari, a căror forță este dată de criza actuală, concluziile că (i) toate națiunile converg spre capitalism democratic liberal, adică istoria are coerență și direcție, așa cum arată Fukuyama, și că (ii) reglementarea de tipul „comandă și control” nu este sustenabilă par astăzi mai puțin probabile ca oricând. Dar natura umană nu se schimbă. Forțele formidabile de puternice care derivă din ea, prin natura lor foarte subtile și pe care criza le face aproape invizibile, sunt prezente și lucrează pentru menținerea direcțiilor amintite.

Studiul este organizat astfel: în secțiunea următoare arătăm că proiectul actual de înăsprire a reglementării nu este compatibil cu natura umană și că reglementarea nu poate controla euforia și panica, adică forțele care determină amplitudinea și perioada ciclului financiar. Secțiunea a treia arată de ce cerințele mai mari de capital nu pot stabiliza sistemul financiar.

² De exemplu, prevederea ca expunerea unei bănci pe un singur client să fie de maximum 20 la sută din portofoliul său de credite nu este o reglementare de comandă și control deoarece banca poate oricând să aleagă alți clienți similari pentru a da credite.

În secțiunea a patra prezentăm mecanismul formării euforiei. Arătăm că sectorul financiar nu poate fi izolat împotriva euforiei. Secțiunea a cincea arată că înainte de a fi euforice, piețele sunt raționale. Secțiunea a șasea prezintă concluziile.

2. Nu reglementarea liberală, ci natura umană este cauza fluctuațiilor economice

Deși dau coerență și direcție istoriei, trăsăturile profunde ale omului sunt rar utilizate pentru a vedea care dintre problemele privind societatea sunt false sau care dintre soluțiile propuse pentru probleme reale sunt neviabile. Dacă, în raport cu natura umană, o problemă este falsă sau o soluție la o problemă reală este neviabilă, societatea are pierderi. Atât soluțiile la probleme false cât și soluțiile neviabile la probleme reale risipesc resursele societății.

Un bun exemplu de problemă falsă este ideea că sistemul capitalist exploatează munca. Aparent, această idee dă legitimitate proiectului creării unui sistem (eventual socialismul) care să permită realizarea egalității economice. Natura umană ne informează însă că proiectul este greșit. Egalitatea economică intră în conflict cu *thymos*-ul, împiedicându-l pe om să ducă lupta sa pentru recunoaștere și libertate (modul particular în care socialismul intră în contradicție profundă cu natura umană este prezentat în Anaxa 1). Mises, Hayek, Freedman, Popper și alții au arătat că problema corectă nu este “egalitate economică și libertate”, așa cum au formulat-o teoreticienii socialismului, ci “egalitate economică sau libertate”, așa cum a formulat-o Erik Ritter von Kuehnelt-Ledin (1952).

În mod similar, întărirea reglementării nu este o soluție viabilă împotriva crizelor financiare. Regelementarea de tipul „comandă și control” nu numai că nu este sustenabilă, din perspectiva naturii umane, așa cum am arătat încă de la început, dar pe perioada cât funcționează nici nu poate asigura, așa cum se speră, temperarea ciclului economic și stabilitatea financiară.

Criza financiară declanșată în 2007 a redus (în mod cert temporar) forța a două procese. Unul de critică severă a reglementării de tipul „comandă și control”, centrată pe cost și coerciție (ambele introduse de Stigler încă din 1971). În revistele juridice, argumentul împotriva reglementării de tipul „comandă și control” cu frecvența cea mai mare în perioada 1980-2005 a fost coerciția (Short, 2007, p. 25). Frecvența înaltă a argumentului coerciție arată că eliminarea unora dintre „îmbunătățirile” aduse reglementării financiare după criza din perioada 1929-1933 devenise necesară pentru a permite sistemului capitalist să rămână în armonie cu nevoia de libertate a omului (vezi și Anexa 2).

Celălalt proces întrerupt se referă la presiunea care a rezultat în urma stagflației din anii '70, inclusiv din partea unor guverne, pentru dereglementare și dezvoltarea de alternative de reglementare cum sunt instrumentele bazate pe piață, instrumentele bazate pe obligații (liability), auto-reglementarea, instrumente educaționale (OECD, 2002; OECD, 2009; O'Sullivan și Flannery, 2011, pp. 14-15).

În mod eronat, economiștii au considerat că transpunerea în practică în sectorul financiar a unor reforme din categoriile menționate a fost de vină pentru criza financiară. În consecință, împotriva forțelor care împing pentru reforma reglementării, între care coerciția joacă un rol

central, piețele și reglementatorii au cerut întărirea reglementării de „comandă și control”. Motivele și presiunile pentru acest răspuns al reglementatorilor sunt probabil diverse și pot fi explicate de teorii ale reglementării diferite.

Din postura unor *reglementatori ai interesului public*, presiunea pentru întărirea reglementării și pentru adoptarea de reglementări de tipul „comandă și control” apare de la capacitatea acestora din urmă de a evita erorile de tipul II³ și de la incertitudinea privind tehnicile alternative de reglementare (OECD, 2002; OECD, 2009; O’Sullivan și Flannery, 2011, pp. 14-15). În această ultimă privință, este dificil, de exemplu, ca reglementările bazate pe piață să fie armonizate între țări. Din perspectiva *reglementatorului capturat de firme*, presiunea vine de la costurile suplimentare asociate cu soluțiile alternative de reglementare. În sfârșit, din *perspectiva instituțională a reglementării*, presiunea vine de la angajații instituției reglementatoare, care au capturat instituția și doresc o reglementare mai severă, eventual de tipul „comandă și control”, care le deservește mai bine obiceiurile și utilitatea personală. (pentru o sinteză vezi O’Sullivan și Flannery, 2011, pp. 13-21)

Probabil că proiectul curent de reformă a fost influențat de combinația dintre factorii menționați. Proiectul țintește la întărirea reglementării în deja cea mai reglementată industrie: industria bancară. Acest proiect are în centru creșterea standardelor de capital și este dezvoltat la scară mondială.

Pe de o parte, în linie cu abordarea tradițională privind scopul reglementării⁴, el țintește să facă solvabilitatea sistemului bancar mai puțin vulnerabilă la ciclul afacerilor, comparativ cu perioada premergătoare crizei financiare izbucnite în 2007⁵. Soluția adoptată este creșterea la niveluri foarte mari a cerințelor de capital⁶, cu capitalul în forma acțiunilor comune (common stocks) proiectat să crească de 5 ori până în 2019 pentru cele mai mari bănci. Vom analiza în secțiunea următoare valabilitatea acestei soluții.

Pe de altă parte, proiectul țintește implicit la atenuarea amplitudinii fazelor ciclului economic⁷, prin reglementarea mai strictă a unor operații financiare. Implicit, în această

³ Eroarea de tipul II este determinată de eșecul reglementatorului de a reglementa comportamentele care se dovedesc dăunătoare. Eroarea de tipul I apare dacă se reglementează comportamente care se dovedesc a nu fi dăunătoare.

⁴ Conform căreia scopul reglementării în industria financiară este crearea de comportamente prudențiale, protecția consumatorului și protecția investițiilor în produse financiare, indiferent de consecințele asupra ciclului economic sau asupra piețelor.

⁵ De exemplu, în BIS (2010) se estimează că o creștere de 2 puncte procentuale a ratelor de capital ar reduce probabilitatea unei crize financiare cu 2,9 la sută. De asemenea, Banca Canadei (2010) a estimat că aceeași creștere a ratei de capital ar produce câștiguri pentru economia Canadei de aproximativ 2 la sută din PIB.

⁶ Regelementarea capitalului înseamnă, pe lângă creșterea directă a cerințelor privind ceea ce se cheamă equity și alte forme, pe care nu le vom examina în mod distinct. De exemplu, Acharya, Gujral, and Shin (2009), Acharya, Mehran, and Thakor (2010), Goodhart et al. (2010), Admati, DeMarzo, Hellwig and Pfleiderer (2010), Haldane (2012b) au propus restricționarea plății dividendelor sau a remunerarea managerilor cu acțiuni, remunerare care stimulează asumarea de riscuri crescute. Admati, DeMarzo, Hellwig and Pfleiderer (2010) au propus facerea emisiunii de acțiuni obligatorie în anumite cazuri, evident pentru a evita alte forme de conformare cu cerințele de capital, cum ar fi deleveragingul. Evident, aceste forme ale reglementării capitalului ar încălca grav libertatea de alegere a băncilor și, din fericire nu se regăsesc în actualul format al Basel III.

⁷ Această sarcină implicită se realizează prin faptul că cerințele de capital țintesc la atingerea următoarelor obiective: a) reducerea pierderilor provocate de bănci asiguratorului guvernamental al depozitelor, astfel eliberând resurse pentru contracararea unei căderi a cererii private; b) evitarea falimentului unor entități al căror

viziune, aplatizarea ciclului economic s-ar putea realiza nu numai prin ajustarea contraciclică discreționară a cerințelor de capital, așa cum prevede Basel III⁸, ci prin reducerea caracterului liberal al reglementării. În această secțiune vom analiza în ce măsură este natura umană compatibilă cu această viziune.

2.1 Ciclul financiar și viziunile noastre subiective

Modificările în reglementarea sectorului financiar ar putea influența ciclul de afaceri dacă reglementarea ar fi un factor al acestuia. Dar este reglementarea un astfel de factor? Teoria și modelele neoclasice susțin, începând cu Frisch (1933) și culminând cu cei mai de seamă economiști care au produs modelele DSGE, că șocurile exogene în tehnologie și preferințe sunt singurele surse ale ciclului de afaceri. Abia recent aceste modele au fost îmbunătățite prin încorporarea sectorului financiar și a pieței muncii.

În teoria neoclasică, șocurile de la politici, inclusiv de la reglementarea sectorului financiar, pot veni, de exemplu, pe ruta preferințelor. Prescott (1999, p. 29) scrie că „economia capitalistă este stabilă și, în absența unor schimbări tehnologice sau a unor *reguli ale jocului economic* (sublinierea mea), economia converge către o pantă de creștere constantă, cu nivelul de viață dublându-se la fiecare 40 de ani.” El a explicat că „În Marea Depresie, ocuparea a fost joasă nu pentru că investițiile au fost joase. Ocuparea și investițiile au fost joase din cauză că instituțiile pieței muncii și politica industrială s-au schimbat într-un mod care a redus ocuparea normală.”

Totuși, alte curente de gândire au subliniat endogenitatea factorilor ciclului de afaceri. Marxiștii consideră că societatea capitalistă este endemic instabilă și că acumularea excesivă de capital conduce la crize economice din ce în ce mai severe. De asemenea, Sumpether, Keynes și Fisher au considerat că ciclurile sunt endemice în capitalism.

O modalitate de a înțelege ciclul de afaceri fără a apela la șocuri a fost explicarea ciclicității economiei prin intermediul ciclului financiar. De-a lungul timpului, ciclul financiar a fost considerat o cauză a ciclului de afaceri, a fost confundat cu acesta sau, așa cum am arătat, a fost ignorat de ortodoxia macroeconomică a ultimilor trei decenii și jumătate. Criza recentă a arătat însă puterea ciclului financiar și i-a readus în atenție pe economiștii care, în afara

faliment ar antrena alte falimente; c) reducerea hazardului moral, prin creșterea expunerii la pierderi a proprietarilor sau finanțatorilor băncilor. Expoși la aceste pierderi, proprietarii vor exercita o mai bună guvernanta asupra managementului pentru a-l împiedica să ia riscuri excesive; d) legarea strânsă a capitalului ținut de bănci în rezerve de riscul observabil; e) impunerea unei discipline de piață asupra băncilor, prin aceea că băncile al căror capital a suferit un șoc nu pot decât să se restrângă dacă nu conving piețele de capital să contribuie cu noi finanțări. Kashyap, Rajan și Stein (2008, pp. 19-21) au arătat că această viziune tradițională privind reglementarea are patru limite majore: 1) alinierea *ex ante* a sistemului de stimulente este vulnerabilă la inovațiile rapide și la așa numitele conflicte de agenție, astfel că oamenii vor continua să facă greșeli, iar pentru un conducător de instituție financiară (CEO) cu informații limitate va fi dificil să controleze conflictele de agenție; 2) efectele contracționiste ale prociclicității sistemului, care apar în perioadele de stress financiar; 3) arbitrarea reglementărilor prin crearea de noi instrumente în acest scop; 4) mențin costuri relativ înalte ale capitalului.

⁸ Literatura dedicată eliminării prociclicității reglementării capitalului este concentrată pe (i) a arăta de ce este corect ca mecanismul de eliminare a prociclicității să fie nediscreționar și pe (ii) propunerea de metode nediscreționare de eliminare a prociclicității (Vezi Kashyap și Stein (2004), Gordy și Howells, 2006, Repullo și Suarez (2009), și Repullo, Saurina și Trucharte (2010), Hanson, Kashyap și Stein, (2010)).

ortodoxiei predominante, l-au considerat important și l-au folosit pentru a justifica sistemul de intervenții și reglementări.

Între aceștia, Minsky (1982, 1993) a formulat ipoteza instabilității financiare a economiei și a arătat cum economia se mută de la o structură financiară stabilă la una foarte instabilă, care se încheie cu o criză financiară urmată de o recesiune mai mult sau mai puțin profundă, după care procesul se reia⁹. În acest ciclu financiar, critic este faptul că anticipațiile euforice joacă un rol esențial. Treptat, pe măsură ce anticipațiile devin euforice și, ca urmare, prețurile activelor cresc, automulțumirea se extinde deopotrivă asupra debitorilor, creditorilor și reglementatorilor.

“Ipoteza instabilității financiare – scrie Minsky (1993, p. 8) – este un model al economiei capitaliste care nu se sprijină pe șocuri exogene pentru a genera cicluri de severități diferite. Ipoteza afirmă că ciclurile de afaceri ale istoriei sunt compuse din (i) dinamici interne ale economiilor capitaliste și din (ii) sistemul de intervenții și reglementări care sunt proiectate să țină funcționarea economiei în limite rezonabile.” Una dintre prescripțiile majore ale lui Minsky pentru temperarea instabilității financiare a fost îmbunătățirea supervizării și reglementării. În acest fel, prin intermediul ciclului financiar, reglementarea influențează ciclul economic.

Criza recentă a sporit preocupările pentru a înțelege rolul pe care îl joacă factorii financiari în fluctuațiile economice. O cale specifică ortodoxiei dominante constă în introducerea fricțiunilor financiare în modelele DSGE¹⁰. O altă cale, potențial mult mai productivă, este aceea de a aprofunda înțelegerea trăsăturilor ciclului financiar și a rolului său în fluctuațiile economice. Cele mai recente rezultate pe această a doua cale vin de la Borio (2012), care, de asemenea, utilizează ciclul financiar pentru a susține perfecționarea modelelor macroeconomice și întărirea reglementării.

El definește ciclul financiar ca “interacții auto-alimentatoare între *percepțiile* privind valoarea și riscul, *atitudinea* față de risc și *constrângerile financiare*, care se translatează în boomuri urmate de recesiuni.” (Borio, 2012, p. 2; sublinierile îmi aparțin). În mod particular, referitor la reglementare, Borio (2012, p. 8) a sugerat că “liberalizările financiare, prin ele însele, sunt capabile să genereze cicluri financiare”, care “pot amplifica fluctuațiile economice și posibil duc la serioase suferințe financiare și dislocări economice.” (Borio, 2012, p. 2)

Acest efect apare deoarece “*liberalizările financiare* slăbesc *constrângerile financiare*, sprijinind interconținerea deplin auto-alimentatoare dintre *percepțiile* privind valoarea și riscul, *atitudinile* privind riscul și *condițiile de finanțare*.” (Borio, 2012, p. 6; sublinierile îmi aparțin). În sârsit, interacțiunea dintre credit și prețurile proprietății au cel mai mare conținut informational și “par să fie cel mai parcimonios mod de a captura trăsăturile cheie ale legăturii

⁹ Pentru o descriere succintă a excursiei Minsky vezi Keen (1995) și Croitoru (2012b).

¹⁰ Contribuții notabile vin de la Angeloni et al. (2009), Christiano et al. (2010), Gerali et al. (2010). În România, rolul fricțiunilor financiare în criza actuală a fost studiat de Mihai Copaciu (2013), care a adaptat și estimat modelul lui Christiano et al. (2011) pentru economia românească. El a subliniat că rolul primordial în explicarea scăderii PIB în România pe parcursul crizei (Q32008 - Q32010) a revenit șocurilor permanente și temporare de productivitate. Cea mai recentă cercetare privind modelele stochastice dinamice de echilibru general a fost făcută de Scott și Vlcek (2012).

dintre *ciclul financiar, ciclul de faceri și crizele financiare.*” (Borio, 2012, p. 3; sublinierile îmi aparțin).

În timp ce este utilă, distincția dintre ciclul financiar și cel de afaceri nu permite, totuși, în opinia mea, concluzia că înăsprirea reglementării în sectorul financiar este cu adevărat o soluție pentru atenuarea ciclicității. Pe de o parte, ciclul financiar are frecvența mult mai mică (și implicit lungimea fluctuațiilor mai mari) decât ciclul economic (Drehmann et al., 2012, Borio, 2012), iar uneori sunt defazate. În ceea ce privește amplitudinea, acestea sunt mult mai mari în cazul ciclului financiar (Drehmann et al., 2012, Borio, 2012). Aceasta înseamnă că liberalizările financiare ar putea explica fluctuațiile economice numai dacă acestea din urmă sunt concordante cu fazele ciclului financiar.

Pe de altă parte, acceptarea percepțiilor și atitudinilor în definiția ciclului financiar, cât și importanța pe care Minsky o dă anticipațiilor euforice sprijină viziunea noastră că, similar forțelor care dau direcția istoriei societății, și forțele din spatele evoluțiilor ciclice – ciclicitate pe care socialismul promite să o elimine prin realizarea egalității economice – sunt determinate tot de trăsături profunde ale omului.

În timp ce dragostea omului pentru libertate¹¹ și productivitatea sa depind de trăsături profunde ca *rațiune, dorință și thymos* (așa cum a arătat Fukuyama), *percepțiile* privind valoarea și riscul și *atitudinile* față de risc – elemente cheie ale ciclului financiar – depind de o altă trăsătură profundă a omului: *incapacitatea de a prezice viitorul*. Aceste trăsături nu se schimbă prin învățare și vor sta întotdeauna la baza ciclului financiar. Legătura lor cu euforia nu este înțeleasă suficient.

În mod particular, deciziile noastre care ținesc un anumit rezultat economic sau social nu sunt bazate pe știința noastră despre viitor, ci pe *viziunile noastre subiective despre viitor*. Acestea din urmă se pot agrega pentru a crea ceea ce se numește în general euforie, pe care de obicei o identificăm *ex post*, și care se va transforma în mod brusc, *la un moment neanticipabil*, în panică. Euforia și panica – aceste produse ale viziunilor noastre subiective despre viitor - sunt forțele care conduc atât ciclul financiar cât și ciclul clasic de afaceri deoarece, odată instituite, controlează acțiunea umană.

La nivel logic, evaluarea potențialului reglementării de a tempera ciclul de afaceri se reduce la deslușirea relației pe care reglementarea o poate avea cu *euforia*, nu cu *constrângerile financiare*. Evident, euforia indicată de creșterea creditului și a prețurilor activelor este dovada că restricțiile financiare au fost suficient de laxe. Cei care cred că ciclul de afaceri poate fi temperat se gândesc că este suficient să întărească restricțiile financiare prin reguli, astfel încât euforia să nu mai aibă suficient combustibil. În această secțiune vom arăta că temperarea euforiei nu poate fi decât temporară.

¹¹ Aici trebuie discutat dacă aceasta a fost valoare umană dintotdeauna. Sunt argumente că ea a devenit o valoare în timpul Renașterii, rămânând așa până în zilele noastre. Trăsătura profundă care duce la această valoare este *Thymos*-ul, dorința oamenilor de a fi respectați, care nu poate fi realizată fără libertate economică și politică. Cu alte cuvinte, libertatea este un mijloc prin care o trăsătură naturală a omului se manifestă.

Vom face acest lucru în câțiva pași. Vom arăta mai întâi că modul în care se formează percepțiile și riscul este suficient pentru a produce un dezastru financiar (subsecțiunea 2.2). Apoi vom arăta că euforia se formează după ce anumite limite produse și recunoscute în practică de participanții la piață (adică în mod endogen) sunt depășite (subsecțiunea 2.3), iar politicile macroeconomice nu pot combate euforia (subsecțiunea 2.4). În încercarea de a tempera euforia și evoluțiile asociate cu ea, reglementatorii impun limite exogene care au o bază la fel de fragilă ca și tehnicile de tratare a incertitudinii (subsecțiunea 2.5). Arătăm că aceste limite nu pot funcționa decât dacă restricționează sever libertatea piețelor, condiție care odată îndeplinită duce la eliminarea/relaxarea limitelor (subsecțiunea 2.6).

2.2 Omul, atitudinea față de risc și ciclul economic

Studierea influenței reglementării asupra euforiei necesită clarificări referitoare la (i) formarea percepțiilor privind valoarea și riscul și la (ii) răspunsul la risc și incertitudine al agenților economici. Acestea pot fi obținute cel mai bine presupunând că nu există constrângeri financiare, astfel că există suficient credit pentru a alimenta euforia. Odată identificat modul în care se formează *percepțiile și răspunsul* la risc și incertitudine, putem studia relația lor cu *constrângerile financiare*.

În ceea ce privește percepțiile, distincția dintre risc și incertitudine, asupra căreia Keynes a insistat, este esențială. Obligat să decidă și să acționeze fără a putea prezice viitorul, omul caută ghiduri despre viitor în regularitățile pe care le poate descoperi studiind evenimentele din trecut. Când o astfel de identificare este posibilă, fiecărui eveniment i se asociază o probabilitate, astfel că mulțimea probabilităților asociate tuturor evenimentelor formează o distribuție de probabilități caracterizată de anumite momente (de exemplu, în cazul distribuției normale, momentele sunt media, care indică evenimentul cel mai probabil și varianța).

Totuși, când trecutul nu poate oferi un ghid despre viitor, oamenii se confruntă cu incertitudine, care spre deosebire de risc, nu poate fi cuantificată (Knight, 1921). Keynes (1937) a arătat că o astfel de situație este caracteristică investițiilor în general, investiții pe care el le pune în centrul Teoriei Generale¹². Trecutul nu oferă nicio indicație despre cum va evolua mediul unei noi investiții și, din această cauză, nici despre cum va evolua performanța ei. Pur și simplu nu se poate ști dacă investiții similare făcute în trecut vor reuși și în viitor. Cu alte cuvinte, nu mai există nicio bază pentru a spune ceva despre viitor.

Din acest punct, înțelegerea modului în care agenții economici răspund la risc și incertitudine devine esențial. Când pot utiliza trecutul, oamenii decid având în vedere probabilitățile. Dar percepțiile publicului larg privind valoarea și riscul nu se formează mai ales pe baza calculului statistic al probabilităților, ci preponderent pe judecarea subiectivă a probabilităților, pe baza experienței. Estimările subiective se pot îndepărta de valorile

¹² Keynes afirma despre propria teorie că “poate fi sumarizată spunând că, dată fiind psihologia publicului, nivelul producției și ocuparea în ansamblu depind de cantitatea de investiții. Formulez în acest fel nu pentru că acesta este singurul factor de care producția agregată depinde, ci pentru că este uzual într-un sistem complex să privim ca și cauza cauzans acel factor care este cel mai susceptibil la fluctuații bruște și largi (Keynes, 1937, p. 221)” De aici rezultă clar că și consumul, economisirile, încrederea, salariile și aspectele sociale și politice pot fi afectate de incertitudine.

justificate de fapte, reducând percepția asupra riscului, ceea ce poate duce la boomuri nesustenabile și prăbușiri inevitabile.

Când sunt nevoiți să acționeze și să decidă în condiții de incertitudine, oamenii folosesc anumite tehnici de a decide, care de asemenea nu au o bază științifică. Concluzia lui Keynes (1937, p. 215), confirmată ulterior de studii de psihologie cognitivă, este aceea că oamenii folosesc în special trei tehnici: presupun că prezentul este un ghid mult mai bun pentru viitor decât examinarea trecutului; presupun că starea existentă a opiniilor așa cum este exprimată în prețuri și caracterul producției existente sunt bazate pe un sumar corect al perspectivelor viitoare și îl acceptă ca atare până când ceva nou relevant apare în peisaj; oamenii se străduiesc să se conformeze comportamentelor majorității.

“Acum – scrie Keynes – o teorie practică a viitorului bazată pe aceste trei principii are caracteristici distincte certe. În particular, fiind bazată pe o așa fundație superficială, ea este subiect al *schimbărilor bruște și violente*. Practica *calmității și imobilității*, a *certitudinii și securității*, se destramă brusc. *Noi frici și speranțe*, fără avertisment, vor prelua *conduita umană*. *Forțele deziluziei* pot impune în mod brusc o nouă bază convențională de valorizare. Toate aceste tehnici drăguțe, politicoase, făcute pentru prezentări în sala de consiliu și pentru *o piață frumos reglementată*, sunt supuse colapsului” (Keynes, 1937, p. 215; sublinierile îmi aparțin).

Este clar că modul în care se formează percepțiile și răspunsul la risc poate duce, independent de gradul de liberalizare financiară, la un dezastru financiar. Schimbarea bruscă a viziunilor pozitive afectează și condițiile de finanțare. Cei care dau credite pot foarte bine să decidă să le întrerupă dacă “practica certitudinii și securității se destramă”. Dar la fel de bine, în cealaltă extremă, *ei pot fi euforici, relaxând constrângerile financiare*.

2.3 Limite endogene și atitudinea față de risc

Modul în care oamenii își formează percepțiile și răspund la risc și incertitudine sprijină viziunea noastră că alternanța între euforie și panică (forme de manifestare ale naturii umane) este principala forță care influențează fluctuațiile economice¹³. Într-o altă secțiune vom utiliza rezultate ale psihologiei cunoașterii pentru a arăta cum se instituie încrederea excesivă la nivel individual și cum se transformă ea în euforie colectivă care duce la apariția bulelor economice. Aici ne interesează doar să subliniem că sporirea excesivă a încrederii și apariția euforiei, care va prelua *conduita umană*, survine după ce anumite limite, stabilite endogen în procesul continuu de alegeri libere, au fost depășite¹⁴.

Pentru a identifica aceste limite, avem nevoie de un scenariu al mișcării economiei de la o criză la alta, în care să surprindem răspunsul la risc după ce are loc o schimbare în starea generală a percepțiilor privind valoarea și riscul. Datele arată că după o criză financiară (înțeleasă ca o criză bancară sistemică) determinată de spargerea unei bule urmată de o

¹³ Această viziune pune cauzele ciclului economic în interiorul sistemului.

¹⁴ O variantă a acestei abordări este să permitem atitudinii față de risc să se modifice odată cu starea economiei, cu avuția sau cu bilanțurile (ca în Borio și Zhu, 2011), dar aici suntem interesați să subliniem că după o anumită limită încrederea poate fi excesivă.

recesiune, ciclul de afaceri revine pe partea ascendentă înaintea ciclului financiar. De la acest moment, date fiind lungimile substanțial diferite ale celor două cicluri, uneori, în timp ce ciclul de afaceri este pe partea ascendentă, ciclul financiar poate fi pe partea descendentă, sau invers. Pentru a fi în concordanță cu această observație, presupunem că *după o criză*, percepțiile antreprenorilor și cele ale băncilor privind viitorul devin optimiste la momente diferite de timp.

După criză, pentru antreprenori, perspectivele bune încep în momentul în care creșterea economică atinge niveluri suficient de mari pentru ca șomajul să scadă¹⁵. Începând de la acest punct, firmele încep să prezinte spre finanțare¹⁶ proiecte moderat-optimiste. Băncile, ale căror bilanțuri sunt încă departe de a fi reparate, sunt încă conservatoare și mențin prima de risc la niveluri ridicate. Creșterea economică apare pe ruta finanțărilor interne ale firmelor, fără o revenire a creditului intern sau străin, similar Miracolului Phoenix (Calvo et al., 2006).

După un număr de ani de proiecte conservatoare reușite, percepțiile bancherilor privind valoarea și riscul se schimbă, aliniindu-se cu cele ale clienților, al căror optimism, între timp, a crescut. Această aliniere este indicată de reducerea primelor de risc, care se reflectă atât în creșterea investițiilor cât și în creșterea prețurilor activelor.

La un moment dat, într-o economie deschisă, ratele de creștere ale produsului potențial se mută la niveluri istoric relativ înalte, ceea ce ajută la menținerea inflației la niveluri joase și stabile. În acest moment, euforia este generalizată. Creditul crește pentru a finanța nu numai un nivel crescut de investiții, dar și cumpărarea speculativă a activelor, punând baza unui boom financiar. Întrucât după euforie înaltă urmează întotdeauna panica, apariția următoarei crize, prin spargerea bulei prețurilor activelor este garantată.

În scenariul de mai sus critică este existența celor două limite care marchează începutul euforiei. În sectorul firmelor (și implicit în cel al gospodăriilor), această limită este dată de rata șomajului. Nivelul ei scăzut care marchează instituirea optimismului în sectorul antreprenorial nu este impus de o autoritate, ci este doar recunoscut de firme.

Nici limita pe care bancherii o identifică pentru a schimba viziunile lor despre perspectivele economiei nu este impusă de o autoritate, ci este identificată/recunoscută în practică de cvasitotalitatea agenților economici. Indicatorii care împreună definesc această din urmă limită sunt ratele relativ înalte de creștere economică, inflația joasă și stabilă, istoria bună a plății datoriilor și starea bilanțurilor.

Când aceste condiții sunt recunoscute în practică, încrederea crește, ceea ce se reflectă în reducerea prudenței ce caracterizează aproape fiecare entitate economică. Percepțiile privind valoarea și riscul și atitudinile față de risc se modifică pentru cvasitotalitatea agenților

¹⁵ Presupunând că forța de muncă este dată, aceasta înseamnă că perspectivele bune încep atunci când rata actuală de creștere economică este egală sau mai mare decât rata potențială de creștere economică. Este posibil ca aceasta din urmă să fi scăzut în urma crizei. Implicațiile pentru piața muncii atunci când apare euforia sunt prezentate în Croitoru (2011). Minsky s-a referit la același indicator pentru a arăta revenirea concomitentă a optimismului atât în sectorul antreprenorial cât și în sectorul bancar.

¹⁶ Evident, firmele pot finanța proiecte mai mici din profituri, astfel că economia poate să crească fără ca și creditul să crească.

economici, iar tehnicile de a trata incertitudinea sunt utilizate fără precauții. *Aceasta înseamnă că și constrângerile financiare se relaxează foarte mult atunci când se depășește limita stabilită endogen, din moment ce creditorii sunt supuși aceluiași proces euforic.*

Depășirea limitei va fi indicată de reducerea primei de risc, care se reflectă în creșterea concomitentă a creditului (ca expresie a faptului că am presupus inexistența constrângerilor financiare) și a prețurilor activelor (ca expresii ale percepțiilor privind valoarea și riscul). Începând din acel moment, băncile încep să considere că cerințele lor (*limite autoimpuse*) față de contrapartide referitor la raportul dintre datorii și capital, lichiditate, adecvarea capitalului etc., au fost prea conservatoare și încep să le relaxeze.

Odată ce conservatorismul referitor la aceste limitele autoimpuse este eliminat, au loc evoluțiile evidențiate de Minsky (1986): preferința pentru lichiditate a băncilor scade, raportul dintre datorii și capital crește, ratele dobânzii cresc mai încet decât randamentele activelor. Acest proces continuă până când, la un moment dat, când intervine panica, bula prețurilor activelor se sparge și începe criza.

2.4 Politicile macroeconomice nu pot combate euforia

Înainte de a analiza efectele reglementării financiare (adică ale unor limite impuse exogen) asupra euforiei, vom analiza dacă politicile macroeconomice pot tempera euforia. În această analiză pornim de la faptul că autoritățile nu au interesul să întărească politicile macroeconomice imediat ce băncile încep să reducă prima de risc. Politicile mai tari ar tempera creșterea creditului și a prețurilor activelor, dar și investițiile pe care acestea le finanțează.

Pentru a fi mai preciși, când euforia este generalizată, două condiții sunt îndeplinite: (i) rata de creștere a produsului potențial este la niveluri relativ înalte și (ii) inflația poate fi caracterizată ca fiind joasă și stabilă¹⁷. Aceste condiții sunt suficiente pentru a face o “certitudine” din presupunerea că lucrurile vor continua să meargă foarte bine.

Când aceste condiții sunt îndeplinite, chiar dacă banca centrală și ministerul de finanțe ar rămâne total neatinsse de euforie, politicile macroeconomice nu pot fi folosite pentru a combate euforia. Libera circulație a capitalurilor și rata de schimb flexibilă fac politica fiscală total ineficientă. O contracție fiscală ar duce producția sub potențial, ceea ce ar determina banca centrală să reducă rata dobânzii pentru a nu permite inflației să scadă la niveluri de la care, când criza ar apărea, anticipațiile deflaționiste s-ar instala cu ușurință. Reducerea ratelor dobânzii ar atrage mai puțin capital străin, dar ar contribui la creșterea prețului bondurilor guvernamentale și ar deprecia moneda. Toate acestea s-ar reflecta în creșterea cheltuielilor curente și a investițiilor sectorului privat, care ar compensa, astfel, reducerea cheltuielilor publice.

¹⁷ Pentru ca (i) și (ii) să existe în practică este necesar ca mișcările de capital să fie libere, ipoteză pe care noi am adoptat-o, pentru ca băncile (cuprinse, de asemenea, de euforie) să aibă în mod continuu fondurile pe care să le dea cu împrumut.

Pe lângă că ar fi ineficientă, o contracție fiscală este neconvenabilă politic, deoarece publicul va privi un eventual surplus fiscal ca pe o confiscare nenecesară a veniturilor. Mai mult, un surplus fiscal ar atenua deficitul extern, ceea ce creează impresia că vulnerabilitățile externe care se acumulează sunt relativ mici, reducând și mai mult vigilența investitorilor.

Sunt două motive pentru care, de asemenea, politica monetară, nu poate fi întărită. Pe de o parte, politica monetară este concentrată pe controlul pe termen scurt al inflației, astfel că dacă inflația este deja joasă și stabilă nu apare nevoia de întărire a politicii atunci când creditul și prețul activelor cresc, alimentând boomul financiar (Croitoru, 2012a, pp. 162-164, Borio, 2012, p.6)¹⁸.

Pe de altă parte, chiar dacă ar dori să utilizeze politica monetară pentru a combate euforia, banca centrală, ca și autoritatea fiscală, s-ar confrunta cu dezaprobarea publicului. Acesta dorește să fie asistat de autorități când economia este în recesiune, dar nu dorește politici contraciclice dacă economia este în boom. Această situație este ceea ce eu am numit „capcana anticipațiilor” în care se află autoritățile (Croitoru, 2012a, pp. 34-39).

Cu percepții despre valoare și risc și cu atitudinile privind riscul afectate de încrederea înaltă, în economie încep să se acumuleze vulnerabilități. Cea mai mare dintre acestea este creșterea datoriilor celor care iau cu împrumut bazându-se doar pe creșterea prețurilor activelor. Pe măsură ce, așa cum a arătat Minsky (1986, 1993), structura debitorilor începe să fie dominată de aceste entități supraîndatorate, nivelul la care producția asigură stabilitatea inflației nu mai este egal cu nivelul la care producția este sustenabilă.

Dacă s-ar produce peste nivelul potențial nu există garanția că datoriile ar putea fi plătite în continuare din cash-flow-uri. Inflația mai mare ar putea duce la creșterea mult mai rapidă a datoriilor comparativ cu cea a cash-flow-urilor. Nici reducerea controlată a producției sub potențial nu este posibilă (presupunând că, prin absurd, politicile macroeconomice s-ar coordona în această direcție), din moment ce astfel ar putea crea anticipații deflaționiste. Acesta este conținutul profund al afirmației, aflată astăzi pe buzele tuturor, că inflația joasă și stabilă nu este o garanție a stabilității financiare. Peste un anumit nivel al producției, un nivel tot mai mare al prețurilor activelor este necesar pentru rambursarea datoriilor finanțate cu active. Când acest lucru nu mai este posibil, intervine panica.

2.5 Limitele exogene (reglementarea) și atitudinea față de risc

Spre deosebire de procesul endogen din care rezultă limitele relevante pentru euforie și limitele autoimpuse în legătură cu contrapartidele (similar unor variabile de stare din teoria controlului optimal), reglementarea înseamnă constrângeri sau limite impuse exogen (similar variabilelor de control). Practic, reglementatorii impun băncilor limitele pe care acestea din

¹⁸ Chiar dacă economia ar fi închisă, politica monetară tot nu ar putea fi folosită pentru a combate euforia (Croitoru, 2012b, p. 39). În această situație, ar apărea trei comportamente, subliniate de Minsky: (i) finanțarea de către bănci a unor proiecte mai riscante; (ii) creșterea gradului de îndatorare a firmelor. Comportamentele (i) și (ii) sunt suficiente pentru a crește ratele dobânzii. În sfârșit, (iii) randamentele anticipate la investițiile speculative sunt mai mari decât ratele dobânzii anticipate. Din acest motiv, acumularea de vulnerabilități crește, fără ca ratele dobânzii crescute să oprească euforia. Pe aceleași baze, nici întărirea politicii monetare prin creșterea ratei dobânzii nu ar putea opri euforia.

urmă nu au voie să le depășească sau sub care nu au voie să ajungă cu privire la lichiditate, la raportul dintre datorii și capital, la adecvarea capitalului etc.

Aceste limite și vecinătățile lor apropiate semnaleză riscuri financiare crescute și cer răspunsuri în sensul creșterii prudenței odată ce sunt atinse. Răspunsurile ce apar în aceste cazuri trebuie să prevină depășirea limitelor sau să determine revenirea la ele dacă au fost depășite¹⁹. Cu alte cuvinte, ele încearcă să limiteze relaxarea constrângerilor financiare în anumite limite considerate adecvate, ceea ce poate asigura stabilitatea financiară.

Critic în legătură cu limitele exogene (controale) este că ele sunt formulate de reglementatori, care ca și băncile sau investitorii, se confruntă cu incertitudine. Riscul financiar crescut semnalat de ele intră în contradicție cu percepțiile private referitoare la risc. Atitudinile față de risc pe care le cer limitele exogene sunt în opoziție cu cele determinate de limitele endogene pe care agenții economici le identifică atunci când se hotărăsc să trateze viitorul cu încredere. Este ciocnirea a două viziuni subiective privind viitorul.

Limitele impuse exogen de reglementatori se referă la același viitor, despre care reglementatorii știu la fel de puțin ca și ceilalți oameni. Mai mult, sistemul financiar global este atât de complex încât nici statul și nici vreun participant la piață nu-l poate înțelege pe deplin. În încercarea irațională de a ține pasul cu complexitatea sistemului, reglementările, oricât de multe și detaliate ar fi, nu sunt cu nimic mai științifice decât tehnicile utilizate de agenții economici pentru a trata incertitudinea sau decât judecarea subiectivă a probabilităților. Mai mult, problema cu reglementarea – spune Prescott (2009) – este aceea că „acțiunile sunt inițiate din motive politice”.

Nu pare să existe niciun motiv rațional pentru care limitele impuse exogen de către reglementatori vor schimba convențiile pe care oamenii le adoptă în mod endogen pentru a opera în condiții de incertitudine. Și aceste limite exogene sunt, ca și tehnicile referitoare la decizia și acțiunea în condiții de incertitudine, simple convenții referitoare la evoluții viitoare despre care nu știm nimic sau știm foarte puțin²⁰.

De aceea, limitele exogene nu se pot stabili pe o bază solidă, fiind fragile ca și tehnicile menționate de Keynes. Cu toate acestea, depinzând de concepția referitoare la starea cunoașterii și la capacitățile cognitive ale omului, în fața incertitudinii și complexității, reglementatorii pot avea două tipuri de răspuns, ghidate fie de ipoteza anticipațiilor raționale, fie de ipoteza teoriei prospective, propusă de Tversky și Kahneman (1979).

¹⁹ În cazul apropierei de limite, răspunsurile ar putea avea costuri neintenționate, inclusiv efecte prociclice. De exemplu, acesta este cazul atunci când cerințele de capital se determină pe baza probabilităților de default. Acestea cresc în situația intrării economiei în recesiune, cerând mai mult capital în rezerve, care altfel ar fi putut fi investit, creând mai multe locuri de muncă.

²⁰ Dacă am fi siguri despre viitor, atunci nici limitele exogene impuse de reglementatori și nici tehnicile subiective de tratare a viitorului, utilizate de cei mai mulți agenți economici, nu ar mai avea sens deoarece nicio alegere nu ar mai fi liberă, ci ar trebui să se supună constrângerilor viitorului știut. Este în natura umană să ia decizii libere despre un viitor despre care știe foarte puțin. Sau, cu alte cuvinte, deși nu pare așa, incapacitatea omului de a ști multe despre viitor este în armonie cu dorința oamenilor de a face alegeri libere.

Dacă se admite că oamenii fac anticipații raționale despre viitor, și că ei pot colecta suficiente informații pe baza cărora cântăresc în termeni probabilistici viitoarele posibile rezultate, atunci răspunsul este o reglementare complexă. Acest tip de reglementare a existat înainte de criza din 2007, dar complexitatea ei a fost mult crescută în urma crizei. Spre deosebire de mulți investitori, care adoptă tehnici euristice de a trata incertitudinea, reglementatorii au ales să continue să trateze complexitatea în creștere a sistemului financiar cu reglementări din ce în ce mai complexe.

Această tendința nu este sustenabilă deoarece complexitatea generează incertitudine, nu risc (Haldane și Madouros, 2012, p. 24). Comportamentele pe care astfel de reglementări le determină (mișcarea variabilelor de stare) sunt imposibil de anticipat pe deplin, astfel făcând imposibilă detectarea crizei. S-a văzut că acest tip de reglementare bazată pe controale multiple nu a reușit să prevadă criza, dovedind că oamenii nu pot înțelege pe deplin sistemul financiar și modul în care el evoluează.

În sfârșit, tratarea complexității cu complexitate face reglementarea prea mare pentru a fi administrată. Acest rezultat este garanția că reglementările vor reduce foarte mult eficiența economică. Într-un stat de drept, agenții economici se vor supune acestor limite până atunci când vor reuși să le schimbe prin vot. Sarcina simplificării (reducerii complexității reglementării) va fi dată de public politicianilor care înțeleg cel mai bine piețele financiare.

Deocamdată, suntem în faza în care, neținând cont de modul în care judecă oamenii, reglementatorii complică inutil sistemul de reguli a căror natură este comanda și controlul²¹. În același timp, experți în matematică și finanțe lucrează pentru a identifica modalitățile de a ocoli regulile de tipul celor menționate, care nu sunt inteligente. În mod inevitabil, o nouă criză semnificativă va apărea în următorii 20-30 de ani.

Atunci va fi greu de explicat publicului de ce o filozofie a reglementării, care la acel timp va avea respectabila vârstă de 80-100 de ani, nu a reușit să evite, așa cum promite acum, prăbușirea masivă a economiei. Misiunea dificilă a oferirii de explicații unui public dezamăgit și probabil furios va reveni statului, care va fi în postura de a recunoaște că piața este ultimul reglementator. Probabil că această fază a re-complicării reglementării, pe care o parcurgem în prezent, este necesară pentru a pregăti saltul, pe care îl va impune piața, către reglementarea mai simplă, care renunță în bună măsură la principiul „comandă și control”.

În schimb, dacă se admite că omul nu poate înțelege pe deplin complexitatea sistemului financiar, atunci atât pentru incertitudine, cât și pentru complexitate, pentru a fi eficient, răspunsul reglementării trebuie să se bazeze pe reguli simple de decizie. Aceste reguli sunt “mai robuste la ignoranță” (Haldane și Madouros, 2012, p.3).

Cercetările din psihologia cunoașterii arată că deciziile simple sunt necesare în câteva cazuri foarte clare: când achiziționarea informațiilor pentru decizii complexe este costisitoare sau imposibilă (Simon, 1956); când nu toate informațiile care ajută la explicarea a ceva ce știi

²¹ Această complexitate crescută a rezultat și în urma presiunii pe care chiar publicul sau piața a făcut-o. Această presiune vine de la nevoia de a accelera creșterea încrederii cu care este asociată, în momentele de criză, reglementarea de tipul „comandă și control”.

deja pot fi valoroase în viitor (Gigerenzer, 2012, pp.115-120); în mediile a căror complexitate nu permite cântărirea riscurilor; când eşantioanele de care se dispune sunt mici (Tversky și Kahneman, 1974) etc.

A reglementa un sistem complex este echivalent cu a lua decizii în condiții de incertitudine, când oamenii nu pot ierarhiza distribuțiile rezultatelor viitoare. În consecință, și o reglementare simplă este tot o bază superficială pentru scopul detectării unei crize, dar dată fiind robustețea la ignoranță, este mai eficientă. Până în prezent, conceperea reglementării s-a îndepărtat de această abordare, astfel că limitele impuse exogen de reglementatori sunt tot mai numeroase și complexe.

În medicină, acest tip de reguli i-a determinat pe medici să adopte comportamente față de pacienți care să îi acopere pe ei în fața legii, chiar dacă acestea pot fi dăunătoare pentru pacienți²². Aceasta deoarece în anumite cazuri, cum este și în medicină (vezi, de exemplu, Gigerenzer, 2012, pp. 212-239), mai puțin înseamnă mai mult, chiar și în cazuri combinate (vezi și Kahneman, 2012, pp. 245-259). În sistemul bancar regulile complexe pot împinge instituțiile financiare să adopte comportamente care să le protejeze în fața legii, deși aceste comportamente nu sunt neapărat în favoarea clienților.

2.6 Câteodată, mai mult e mai puțin

Modificările pe care limitele exogene (impuse de reglementatori) le determină asupra comportamentelor sunt insuficient înțelese. Pentru a le înțelege, vom considera două cazuri: unul în care limitele impuse de reglementatori nu îngăduiesc suficient libertatea de alegere și altul în care această libertate este îngăduită semnificativ.

În mod concret, vom considera că primul caz apare când mișcarea capitalurilor nu este controlată, iar cel de-al doilea caz apare dacă se instituie controale stricte asupra capitalurilor, asupra dobânzilor, asupra nivelului creditului pentru sectorul privat sau limitarea spațiului pentru afaceri rezervat unor intermediari financiari.

Analizăm mai întâi cazul în care mișcarea capitalului nu este controlată, astfel că limitele stabilite exogen (controale) nu îngăduiesc semnificativ libertatea de alegere în sectorul financiar. În acest caz, limitele exogene nu vor putea stopa creșterea nemăsurată a încrederii și atitudinea foarte favorabilă față de risc, care apar atunci când agenții economici recunosc în practică limitele endogene.

²² Este relevant să menționez o discuție cu un prieten care este stomatolog și care are pasiune pentru observarea comportamentelor oamenilor și instituțiilor. Mi-a spus că pentru un pacient care nu are probleme cardiace, anestezia pentru extracția unei măsele sau pentru efectuarea unui implant este bazată pe adrenalină. Aceasta este dăunătoare pentru un cardiac deoarece are efecte constrictive relativ puternice. Pentru un cardiac, injecția este bazată pe un alt component anestezic, cu efecte mai puțin constrictive, dar cu protecție mai mică împotriva durerii, ceea ce face posibil ca în timpul unei intervenții să apră, temporar, durerea. În acest caz, dacă apare, durerea poate declanșa producția de adrenalină de către organismul pacientului într-o cantitate mai mare decât cea conținută într-o injecție pentru anestezie, care îl poate omorâ. Dacă ar administra unui cardiac anestezie bazată pe adrenalină și pacientul ar muri, stomatologul ar suferi consecințele legii. Dacă pacientul moare din cauza adrenalinei produsă de organism ca răspuns la durere, stomatologul nu mai este vinovat.

Există două motive foarte puternice pentru care acest lucru nu se întâmplă. Unul dintre ele este incertitudinea. Participanții la piață știu sau au percepția corectă că limitele exogene stabilite de reglementatori nu au o bază științifică mai solidă decât limitele endogene identificate de ei. Negăsind un motiv solid pentru a abandona propriile viziuni privind viitorul, oamenii se vor strădui să se conformeze comportamentului majorității, mai ales că dispun de suficientă libertate pentru a proceda astfel.

Băncile nu fac excepție și continuă să ofere credit, care, conform cu ipoteza noastră, nu este restricționat de controlale de capital și, așa cum am arătat, nici nu poate fi restricționat de politica monetară. Astfel, băncile continuă să finanțeze entitățile care își urmează în continuare viziunile optimiste. Celălalt motiv la care m-am referit este legat de bănci și se referă la garanția implicită că statul va interveni pentru salvarea băncilor importante din punct de vedere sistemic.

Contrar acestui scenariu, reglementatorii presupun că impunerea de noi limite care nu restricționează în mod direct creditul reușesc să mențină creșterea creditului la rate considerate normale. Și aici incertitudinea joacă un rol cheie: ea induce înclinația reglementatorilor de a adopta reglementări de tipul „comandă și control”, despre care există suficientă experiență pentru ca reglementatorii să poată demonstra *ex ante* că beneficiile întrec costul unei reglementări propuse. Aceasta se întâmplă din cauză că „reglementatorii pot să nu aibă suficientă cunoaștere despre cum reglementările alternative interacționează cu alte elemente în sistemul regulator” (O’Sullivan și Flannery).

Experiența recentă a unor economii emergente arată însă că reglementări de tipul „comandă și control” nu au fost eficiente atunci când au acționat într-o perioadă de euforie. Experiența arată că liberalizarea capitalurilor slăbește constrângerile financiare la momentul la care se ia decizia de liberalizare. Ulterior, alte reglementări, dacă nu reinstituie controlul capitalurilor nu pot slăbi sau întări constrângerile financiare.

Poate că în unele economii dezvoltate, limitele privind creditarea au fost slabe. Totuși, în România, ca răspuns la intrările mari de capitaluri, aceste limite au fost întărite, uneori la niveluri inimaginabil de mari pentru acele perioade. De exemplu, în perioada 2005-2007, luptând cu intrările mari de capitaluri, BNR a impus o serie de reglementări ținând la reducerea acestor intrări, inclusiv creșterea rezervelor minime obligatorii (RMO).

Din totalul capitalurilor intrate în țară în perioada 2004-2008, două treimi au avut loc după ce RMO au fost crescute la 40 la sută în 2006, comparativ cu 2 la sută în țările dezvoltate sau în alte economii emergente europene. Multe alte reglementări prudențiale au fost proiectate și aplicate înainte de criză. De exemplu, au fost formulate cerințe minime privind raportul dintre vanit și credit pentru gospodării pentru a acorda un credit, dar băncile și clienții au fost inovative în a depăși limitele respective. Alte limite asemănătoare au fost folosite, dar eficiența lor a rămas foarte scăzută (Isărescu 2009, pp. 346-360; Georgescu, 2011).

Să analizăm acum cazul în care limitele exogene (reglementările) reduc semnificativ libertatea de alegere, astfel că fac apariția euforiei foarte dificilă. Așa cum am presupus, în acest caz există controale asupra capitalurilor, dar pot fi considerate și alte forme de control,

ca de exemplu, separarea activității de creditare de cea de investiții în cadrul băncilor, controlul ratelor dobânzii, limitarea spațiului de afaceri pentru intermediarii financiari și controlul volumului creditului extins de ei către sectorul privat.

În acest caz, îngrădirea libertății de alegere nu va elimina superficialitatea tehnicilor subiective de formare a anticipațiilor despre un viitor despre care știm foarte puțin. Îngrădirea libertății nu face decât să înlocuiască în mare măsură superficialitatea acestor tehnici cu superficialitatea constrângerilor impuse exogen de reglementatori²³. Dar, reducerea semnificativă a libertății de alegere intră în conflict cu dorința de libertate a oamenilor. Această dorință persistentă și puternică îi împinge pe oameni să rezolve conflictul, fie prin creșterea presiunii pentru eliminarea reglementării excesive, fie prin ocolirea acesteia prin arbitrar.

Dereglementarea începută în anii '80 este rodul presiunilor pentru eliminarea reglementării de tipul „comandă și control” adoptată după criza din perioada 1929-1933. Iar unele produse financiare noi au fost create special pentru a ocoli reguli. Aceste evoluții sunt dovezi că reglementarea care îngrădește libertatea nu este sustenabilă. Sau, altfel spus, sunt dovezi că prea multă reglementare la un moment dat este garanția pentru dereglementare în viitor. Iar dereglementarea nu este altceva decât o cale de a aduce reglementarea spre nivelul optim, care asigură transparența operațiilor financiare, contabilitatea corectă a avuției financiare și minimizarea fraudei, condiții pentru ca libertatea de alegere să existe în capitalism.

Acum putem spune mai simplu de ce reglementarea nu poate afecta ciclul financiar și, din acest motiv, nici ciclul de afaceri. Pe de o parte, dacă nu există controale ferme asupra capitalurilor, sursa ciclicității economice, inclusiv în sectorul financiar, este trecerea inevitabilă de la euforie la panică, ambele trăiri fiind forme ale naturii umane, ca și rațiunea. Ele se nasc pe piețele libere. Bulele care au dus la prăbușirea cererii în perioada 1929-1933 sau în perioada 2008-2009, au fost generate de euforie, ca și bulele care au dus la recesiuni mai puțin severe.

Pe de altă parte, doar controalele de capital asociate cu alte controale ferme pot tempera euforia. Unele studii confirmă această concluzie, subliniind că măsurile prudențiale și controalele de capital au ajutat la reducerea ponderii creditului în valută în totalul creditului sau la „restrângerea intensității creditului agregat.” (Qureshi et al., 2011). Mai mult, unele studii arată că măsurile prudențiale și controalele trebuie să fie funcționale înainte de apariția euforiei pentru a fi eficiente (Ostry et al., 2011). Dar, reglementarea bazată pe controale stricte de capital nu poate tempera euforia²⁴ decât temporar din cauză că nu poate suprima libertatea pieței fără ca aceasta să nu ducă, în cele din urmă, la eliminarea controalelor înseși. Pe termen lung, reglementarea nu poate fi decât liberală.

3. Iluzia efectelor stabilizatoare ale reglementării de tipul comandă și control

²³ Măsura în care aceste constrângeri nu sunt superficiale se află întotdeauna *ex-post*, din moment ce nu putem ști distribuția viitoare a rezultatelor posibile generate de ele.

²⁴ Reglementarea poate fi proiectată să nu fie prociclică, scop căruia, așa cum am arătat, i se dedică un efort considerabil, adică poate fi proiectată să nu genereze efecte în același sens cu euforia sau cu panica.

În secțiunea precedentă am insistat asupra ideii contraintuitive că alternanța dintre euforie și panică este forța care determină ciclul de afaceri și că reglementarea nu poate tempera euforia. O consecință a acestei concluzii este aceea că reglementarea nu poate atenua o recesiune. Pentru a înțelege ce nu poate face reglementarea referitor la atenuarea unei recesiuni, este util să reamintim că o recesiune apare atunci când mijloacele de a contracara un șoc (endogen sau exogen) se epuizează înainte ca șocul să dispară. Abia atunci începe criza.

În cazul în care cererea privată scade, cei mai mulți gândesc că sunt trei instrumente care ar putea fi utilizate: rata dobânzii de politică monetară, deficitul bugetar și rezervele de capital ale entităților financiare afectate²⁵. Ultimul este un instrument indirect, în sensul că, așa cum este proiectat astăzi, scopul reglementatorului este să țină probabilitate de default a unei bănci sub 0,1 la sută în următorul an. Pentru a realiza acest scop, în funcție de riscurile asociate cu fiecare activ (credit) în parte și de alte ipoteze, băncile calculează cât capital este necesar pentru a ține probabilitatea de default la nivelul amintit²⁶. Teoretic, acest nivel al capitalului ar trebui să acopere în întregime pierderile neanticipate ale băncilor, fără a fi nevoie să se apeleze la banii plătitorilor de impozite.

Criza actuală a arătat că niciunul dintre cele trei instrumente nu a fost suficient de disponibil când a fost nevoie, sugerând că ar trebui să existe obiective legitime în legătură cu fiecare dintre ele. În general se poate spune că cu cât statele sunt mai puțin îndatorate, cu atât deficitele bugetare pot fi mărite mai mult pentru a compensa prăbușirea cererii sectorului privat. Menținerea îndatorării publice la niveluri relativ mici este un obiectiv legitim pentru guverne, dacă vor să fie eficiente în prevenirea unei recesiuni puternice²⁷. Pentru că se află în capcana anticipațiilor, autoritățile tind să nu atingă această obiectiv (Croitoru, 2012a, p 34-39).

Ceva similar se poate spune și despre politica monetară. Dacă rata dobânzii la momentul șocului este suficient de înaltă (ceea ce înseamnă și o inflație relativ înaltă), este posibil ca reducerile necesare pentru a opri căderea cererii să nu ducă rata dobânzii la zero. Menținerea inflației la un nivel moderat și stabil, și nu la un nivel jos și stabil, poate fi un obiectiv legitim pentru băncile centrale (Akerlof, Dickens și Perry, 1996, Blanchard et.al., 2010, Krugman, 2011, Croitoru, 2012b, Isărescu, 2012).

²⁵ Calculate ca procent din activele ponderate cu coeficienții de risc.

²⁶ În 1988, Acordul de la Basel (Basel I) a cerut băncilor să țină un capital minim de 8 la sută din activele ponderate cu coeficienți de risc. În 2004 acordul a suferit o reformă (Basel II) care a instituit o mai mare dependență a cerințelor de capital de riscurile asumate de bănci. În acest scop, Basel II a introdus două abordări: *abordarea standard* (mai simplă, și din perspectiva acestui studiu mult mai adecvată pentru a răspunde complexității caracteristice sistemului financiar), în care coeficienții de risc sunt preluați de la agenții de rating (rating-uri externe) acolo unde este posibil, și *abordarea bazată pe rating-uri interne* (internal ratings-based). În această din urmă abordare, cerințele de capital sunt o funcție crescătoare de probabilitatea de faliment (PD), de pierderile în caz de faliment (loss given default, LGD), de expunerea la faliment (exposures at default, EAD) pentru fiecare împrumutat (client, sau grup omogen de clienți) și de scadență. În varianta avansată, acești parametri se determină pe baza modelelor de risc ale fiecărei bănci, iar în varianta simplă, numai parametrul PD este furnizat de banci, ceilalți fiind furnizați de Comitetul de la Basel al Supravegherii Bancare. Cerințele de capital trebuie să acopere pierderile (neanticipate) din credite cu un nivel de încredere de 99,9 la sută. Pierderea neanticipată se determină eliminând din valoarea la risc a portofoliului pierderile anticipate.

²⁷ Gradul de îndatorare nu ar trebui să fie o îngrijorare atât timp cât domnia legii predomină și statele își rambursează datoria. Totuși, finanțatorii unui stat pot să stopeze finanțarea dacă întrevăd motive pentru care statul nu mai poate sau nu mai vrea să plătească datoria.

Mulți cred însă că și instituirea/creșterea cerințelor de capital pentru instituțiile financiare este, de asemenea, un obiectiv legitim relativ la atenuarea recesiunii²⁸. Mai mult capital disponibil în rezerve ar reduce pierderile provocate de bănci asiguratorului guvernamental al depozitelor în cazul unui șoc (Admati et al., 2010, p.8). Astfel, în loc să fie utilizate pentru salvarea băncilor, așa cum s-a întâmplat în unele țări dezvoltate în 2008-2009, deficitele bugetare mai mari ar putea fi utilizate pentru compensarea unei căderi a cererii private.

Dar, aceasta este o iluzie. În continuare în această secțiune vom arăta că odată instituite/crescute, cerințele de capital duc la subestimarea neobservabilă a riscului. Din această cauză, capitalul băncilor este permanent insuficient în raport cu riscul, neputând produce efectele stabilizatoare așteptate în cazul unui șoc. Deficitul de capital pe care îl generează subestimarea riscurilor rămâne invizibil pentru reglementatori până când un șoc, a cărei mărime nu ar trebui să pună probleme, îl dezvăluie.

3.1 Reglementarea accelerează inovațiile financiare

Înainte de a explica cum apare subevaluarea riscurilor asociată cu instituirea/creșterea cerințelor de capital, trebuie spus că ea este diferită de subestimarea intenționată a riscurilor sau de subestimarea care apare dintr-un proces de optimizare/arbitrare. Subestimarea intenționată a riscurilor implică raportări eronate. Subevaluarea ca rezultat al optimizării poate apărea dată fiind o structură a stimulentei. De exemplu, unele rapoarte recente consideră că prevederile IFRS generează o structură a stimulentei care duce la subevaluarea riscurilor.

Spre deosebire de aceste tipuri de subevaluare, cea care ne preocupă aici, și anume subevaluarea care rezultă din instituirea/creșterea cerințelor de capital își are cauza profundă în conflictul care există între nevoia de libertate a omului și reglementarea de tip „comandă și control”. Mulți neagă acest conflict sau îl consideră mai degrabă teoretic, fără prea multe implicații practice. Dar, se poate arăta că el este suficient de puternic pentru a duce la apariția unui cadru în care riscurile și variabilele care depind de risc, inclusiv rezervele de capital, pot fi calculate greșit.

Ca orice regim de tipul „comandă și control”, și regimul de reglementare a capitalului instituit din 1988 încoace creează stimulente pentru ocolirea regulilor, e.g. arbitraj al reglementărilor. Este în natura omului să încerce să ocolească regulile care îi sunt impuse, dar la care nu aderă. Instituirea/creșterea cerințelor de capital se bucură de foarte puțină simpatie din partea bancherilor din cauză că mărește costul capitalului. La nivelul fiecărei bănci, costul suplimentar este privit ca o ineficiență a cărei eliminare este remuneratoare²⁹. Pe de o parte,

²⁸ Legitimitatea cerințelor de capital, ca și legitimitatea reglementării, adică a intervenției guvernului în legătură cu sistemul bancar, este derivată din faptul că băncile finanțează active “lichide” cu pasive „ilichide”, ceea ce le face în mod particular dependente de încrederea publicului (deponenți, investitori etc). Pierderea încrederii poate fi o îngrijorare pentru societate din moment ce băncile alcătuiesc coloana vertebrală a sistemului de plăți. Băncile pot pierde această încredere dacă dețin mai puțin capital relativ la riscurile asumate, dacă sunt insuficient de lichide etc..

²⁹ Admati et al. (2010) au rătat că cerințele crescute de capital sub forma de acțiuni comune nu este o sursă de reducere a eficienței măsurată ca return on equity. Ei au dreptate în cazul în care nu există rigidități nominale sau reale. Bolton și Freixas (2006) au arătat că asimetria informațională privind net worth-ul unei bănci face capitalul mai scump, iar asimetria informațională este mai mare în perioade de criză.

băncile trebuie să se conformeze cerințelor de capital, iar pe de altă parte trebuie să găsească soluții să elimine ineficiența.

Pentru a rezolva acest conflict, omul, și în final piața, inovează. Această idee este consistentă cu ideea susținută de Porter (1990), conform cărei reglementările severe pot facilita inovarea tehnologică ca soluție de conformare cu reglementările. Totuși, în timp ce în tehnică inovarea este de obicei o soluție prietenoasă mediului, inovarea financiară pentru conformarea cu reglementările ar putea să nu fie.

De obicei, inovațiile financiare iau forma unor noi produse a căror folosire elimină sau cel puțin reduce ineficiențele. De exemplu, Jackson (1999) arată că Basel I a accelerat producția de noi titluri (securities) care au fost foarte eficiente în exploatarea diferențierilor în coeficienții de risc utilizați. Această proprietate a noilor instrumente face să se nască relativ rapid și populațiile de investitori care să le utilizeze.

Concret, securitizarea a fost utilizată de bănci pentru a exploata gap-ul dintre capitalul economic, pe care băncile simt că trebuie să-l dețină pentru a garanta unele credite acordate, și capitalul cerut de reglementatori. Apariția securitizării, la care Basel I a fost un contributor major, a crescut riscul relativ la capitalul minim cerut (a redus calitatea portofoliilor de credite). De exemplu, obligațiilor de datorii colateralizate (CDOs) li s-au atașat cerințe relativ mici de capital, ceea ce a stimulat cererea de astfel de active pentru a compensa eficiența scăzută a activelor cărora li se atașau riscuri și, implicit, cerințe de capital relativ mari.

O particularitate a conflictului dintre nevoia de libertate și regimul reglementării de tipul comandă și control este aceea că odată ce reglementatorul identifică breșele din sistem încearcă să le repare cu noi reglementări. De obicei, aceste reparații includ noi ineficiențe, care din nou pot fi “eliminate” sau „redușe” prin noi inovații. Un nou răspuns al reglementatorilor la noile inovații nu face decât să accelereze inovațiile destinate reducerii costului reglementării. Astfel, apare un cadru în care inovarea și reglementarea intră într-un cerc vicios, în care mai mult este și mai mult. Aceasta ar putea explica frecvența mult mai mică a ciclului financiar comparativ cu cea a ciclului de afaceri, observată de Drehman et al. (2012).

3.2 Cerințele de capital sunt mereu insuficiente

Un rezultat al acestei inovări rapide este aceea că noile produse financiare cresc cu ritmuri înalte, din moment ce sunt utilizate pentru a mări eficiența. Presiunea reglementării (și cu atât mai mult a celei de tipul „comandă și control”) este resimțită foarte mult nu numai de instituțiile financiare ci și de clienții acestora. Industriile capital intensive, de exemplu cea energetică, sunt în permanentă nevoie de noi instrumente financiare care să le compenseze costurile asociate cu reglementarea specifică lor. Băncile și alți intermediari le utilizează pentru a mări propria eficiență și pe cea a clienților.

Într-o perioadă relativ scurtă, foarte multe bănci și alți deținători de active ajung să aibă în portofoliile lor noile instrumente, special concepute pentru a reduce riscul. Aceasta ar putea explica de ce ciclul financiar are o amplitudine mai mare decât ciclul de afaceri. “Cererea a

devenit atât de agresivă – spune Greenspan (2008a) – că prea mulți securitizatori și creditori credeau că erau în stare să creeze și să vândă titluri acoperite cu mortgage așa de repede că niciodată nu puneau capitalul proprietarilor lor în pericol și de aici nici nu aveau stimulentele să evalueze calitatea de credit a ceea ce vindeau.” O sinteză a diversificării instrumentelor financiare și a evoluției lor pe diferite piețe financiare este prezentată în Iancu (2013, pp. 20-40).

Creșterea rapidă a noilor instrumente produce însă consecințe negative serioase. Pe de o parte, o bancă mare care se bazează pe modele interne de evaluare a riscului trebuie să estimeze mii de probabilități de default și de pierderi în caz de default și alte mii de parametri necesari pentru a calcula cerința de capital. Pe de altă parte, pentru a face acest lucru, instituțiile financiare trebuie să se bazeze pe serii de date relativ scurte (pentru noile instrumente seriile de date sunt în mod cert scurte cel puțin pentru o perioadă), uneori incomplete sau asociate cu un grad redus de încrederea.

Cu aceste caracteristici ale seriilor de date, pericolul ca estimarea riscului să fie alterată este mare. Seriile de date ajung astfel să violeze ipotezele pe care se bazează modelele³⁰, afectând acuratețea cu care aceste modele, indiferent de gradul lor de sofisticare, estimează riscurile pentru un portofoliu dat. Calitatea precară a estimării riscurilor afectează acuratețea cu care se determină capitalul pe care banca trebuie să-l păstreze în rezervă.

Față de modelele interne de evaluare a riscurilor există poziții diferite. Haldane și Madouros (2012, p. 18) cred că “acestea sunt sursa principală a opacității și complexității. Cu mii de parametri calibrați din eșantioane scurte, aceste modele sunt improbabil să fie robuste pentru multe decenii, probabil secole ce vor veni. Este aproape imposibil să spui dacă rezultatele de la aceste modele sunt prudente”.

În viziunea lui Greenspan, nu atât modelele sunt problema, ci perioada considerată pentru calibrarea lor. “Întregul edificiu intelectual (al managementului modern al riscului și al modelului de stabilire a prețurilor la instrumente derivate – *n.n.*), totuși, a colapsat – spune Greenspan (2008a) în mărturia în fața Congresului - ...din cauză că datele introduse în modelele de management al riscului în general au acoperit numai ultimile două decenii, o perioadă a euforiei. Dacă, în schimb, modelele ar fi fost calibrate într-un mod mai adecvat la perioade istorice de stres, cerințele de capital ar fi fost mult mai mari și lumea financiară ar fi într-o mult mai bună formă astăzi, în judecata mea”

³⁰ Primul studiu care a dezvoltat un cadru unitar de analiză a unui spectru larg de erori ale evaluării riscului portofoliului de credite este făcut, din câte știm, de Tarashev and Zhu (2010). Ei arată că violarea ipotezelor cheie ale modelului ASRF (Asimptotic Single-Risk-Factor), adică “granularitatea” portofoliului și “factorul unic” rămâne virtut fără consecințe pentru portofoliile mari și bine diversificate. În schimb, defectele de calibrare a interdependențelor riscului de credit între expuneri, cauzate de erori de estimare ale corelațiilor dintre veniturile activelor, derivate din eșantioane mici plauzibile, pot duce la imprecizii semnificative în măsurarea riscului portofoliului de credite. Mai precis, estimările dependenței de factorul comun depind de informațiile despre structura de corelare în portofoliu sau despre însuși factorul comun. Când astfel de informații despre portofoliu sau despre piață sunt imperfecte, utilizatorul modelului va implementa o calibrare defectă a modelului, care va fi o altă sursă de erori în măsurarea riscului portofoliului de credite.

În mediul descris mai sus, nu mai există garanția că riscurile sunt estimate corect. Cu alte cuvinte, robustețea cadrului de reglementare este afectată, iar investitorilor le este greu să stabilească prețul instrumentelor financiare ale băncilor. Dacă (pe baza seriilor de date, inclusiv pentru noile instrumente rezultate din inovațiile destinate ocolirii distorsiunilor) riscurile sunt în mod sistematic subevaluate, este posibil ca rezervele de capital să apară că sunt la nivelul cerut de reglementatori (sau, alternativ, dorit de bancă) fără ca în realitate să fie acolo³¹. Acesta este un exemplu în care, în practica reglementării mai mult înseamnă mai puțin.

Vom utiliza această concluzie pentru a interpreta datele prezentate de Haldane și Madouros (2012) pentru aproximativ 100 de bănci ale căror active depășeau 100 de miliarde de dolari la sfârșitul lui 2006, adică înainte de izbucnirea crizei. Datele privind ratele de adecvare a capitalului au fost prezentate pentru băncile care au eșuat și pentru cele care au supraviețuit, în ordine crescătoare. Haldane și Madouros subliniază că există o slabă corelație între nivelurile de capital și eșecurile subsecvente ale băncilor. Ei concluzionează că riscul capturat pe baza sensibilității la risc a capitalului nu predicționează bine eșecul băncilor în timpul unei crize. Predicția mai bună se obține cu un indicator mai simplu³², și anume cu leverage-ul simplu (unde ponderile activelor sunt egale).

Totuși, dacă ținem cont că aproape două treimi din băncile care au eșuat au avut ratele de adecvare a capitalului calculate între 7 și 9 la sută, am putea ajunge la o concluzie diferită, care confirmă teoria noastră a subestimării neobservabile a riscului. Este posibil ca aceste bănci, din cauza subevaluării riscurilor induse de seriile de date, să fi avut rate efective ale capitalului mult mai mici decât cele calculate, ceea ce ar explica eșecul lor. De asemenea, este posibil ca multe bănci din cele cu rate de adecvare sub nivelul statutar de 8 la sută, și care au supraviețuit, să fi avut ratele de adecvare efective mai mari de 8 la sută.

Dacă nivelul calculat al capitalului este egal cu nivelul statutar, dar nivelul *de facto* este, din cauza subestimării neobservabile a riscurilor, sub nivelul calculat, atunci probabilitatea de default crește peste nivelul 0,1 la sută țintit de reglementatori. Din acest motiv, instituirea/creșterea cerințelor de capital nu poate garanta că pierderile apărute în urma unui șoc negativ de mărimea celui luat în calcul la stabilirea cerințelor de capital sunt acoperite de capital.

Evaluată din această perspectivă, impunerea unei cerințe suplimentare de capital (capital surcharge) pentru cele mai importante bănci ale lumii din punct de vedere sistemic este

³¹ Desigur, alături de mecanismul descris, manipularea coeficienților poate amplifica diferența dintre riscurile reale și cele estimate.

³² Haldane consideră că acceptarea modelelor interne de evaluare a riscului a mărit foarte mult complexitatea sistemului financiar. În paperul său din 2012 el insistă, în mod corect, asupra faptului că reglementarea a devenit foarte complexă. El pledează pentru o reglementare mai simplă, idee pe care o susține cu tărie. “Sursa primară a complexității în cadrul acordului Basel este ponderarea granulară pe baza de modele a riscului” (Haldane, 2012, p. 13). Eu nu împărtășesc această concluzie. Sensitivitatea crescută la risc a fost destinată să crească responsabilitatea proprietarilor de bănci relativ la asumarea riscurilor. Cu alte cuvinte, proprietarii trebuie să utilizeze propriile resurse pentru finanțarea activelor riscante. Modelele interne de evaluare a riscului vor furniza rezultate mai bune decât ponderile pentru riscuri furnizate de reglementatori, dacă vor fi calibrate pe eșantioane adecvate. După cum am arătat în text, calitatea acestor eșantioane poate fi deteriorată de reglementatori prin impunerea de cerințe excesive de capital.

neinspirată. În plus, ea penalizează complexitatea și conectivitatea bilanțurilor băncilor. Privită strict din această din urmă perspectivă, cerința suplimentară de capital apare benefică (Haldane și Madouros, 2012, p. 22). Dar privită prin prisma libertății de alegere, ea este doar un obstacol costisitor care va trebui ocolit prin noi inovații.

3.3 Cerințele de capital stimulează încrederea și, astfel, asumarea riscurilor

Dacă, din cauza conflictului dintre nevoia de libertate a omului și natura de „comandă și control” a reglementării, creșterea cerințelor de capital nu poate garanta menținerea sub 0,1 la sută a probabilității de default a unei bănci, atunci ce poate face reglementarea capitalului și de ce sunt crescute cerințele de capital în această perioadă?

Am văzut că pe termen mai lung, ca răspuns la instituirea/creșterea cerințelor de capital, băncile inovează pentru a arbitra reglementările. Totuși, pe termen mai scurt, răspunsul lor depinde de nivelul efectiv de adecvare a capitalului la momentul instituirii/creșterii cerințelor de capital. Privite după acest nivel, la momentul instituirii/creșterii cerințelor de capital există, în mod necesar, două categorii de bănci: cele subcapitalizate și cele cu adecvare înaltă a capitalului.

Literatura dedicată relației dintre cerințele de capital și risc permite identificarea a două comportamente generale. Pe de o parte, depinzând de faza ciclului economic și de situația financiară, băncile subcapitalizate aleg uneori să crească capitalul (în boom), altele să restructureze activele și să reducă creditarea (Jackson, 1999; Cannata și Quagliariello, 2006). În același timp, băncile cu capitalizare scăzută ajustează mult mai repede și mai mult capitalul când riscul se schimbă (Cannata și Quagliariello, 2006).

Pe de altă parte, băncile cu adecvare înaltă a capitalului tind să-și mențină adecvarea prin creșteri simultane ale capitalului și riscului (Stolz, 2007). Există o largă literatură care arată că introducerea/creșterea cerințelor de capital, fie nu duce la reducerea riscului, fie duce la creșterea lui (Santomero, 1980, Santomero, 1988, Clare, 1995, Besanko și Kanatas, 1996, Blum 1999, Stiglitz, 2001, Abreu și Gulamhussen, 2010, Agoraky et al., 2011).

Awdeh, El-Moussawi și Machrouh (2011) au arătat că, surprinzător, chiar presiunea reglementării (regulatory pressure)³³ este o cauză importantă a acestei corelații pozitive. Mai mult, efectele stabilizatoare ale reglementării capitalului scad când băncile au suficientă putere de piață pentru a crește riscul de credit (Agoraki et al., 2011).

Aceste două tipuri de comportamente sugerează că există o legătură puternică între instituirea/creșterea cerințelor de capital și încredere. Această legătură are două trăsături importante. Prima este aceea că cerințele de capital mai mari contribuie la accelerarea refacerii încrederii. Într-adevăr, scurta istorie a reglementării capitalului arată că introducerea

³³ Presiunea reglementării influențează nivelul de capitalizare și asumarea riscurilor deoarece este resimțită de bănci (care trebuie să se supună cerințelor minime de capital) ca o amenințare din partea autorității supraveghetoare, care va cere băncii, fie să crească nivelul capitalului, fie să reducă riscul. O modalitate de a măsura econometric această presiune constă în adăugarea la cerința de capital statutară a unei deviații standard a coeficientului de adecvare a capitalului și scăderea coeficientului de adecvare a capitalului efectiv al băncii (vezi Cannata și Quagliariello, 2006; Awdeh, El-Moussawi și Machrouh (2011)).

și, ulterior, creșterea cerințelor de capital a fost făcută în urma unor crize în sistemul bancar, care au prăbușit încrederea la niveluri foarte joase.

Acordul Basel I³⁴, prin care au fost introduse cerințele de capital, este produsul crizei datoriilor din America Latină din anii 80, iar acordul Basel III, prin care au fost crescute, este produsul crizei financiare din 2008-2009. Fiind privită ca o poliță de asigurare dată deponenților, instituirea cerințelor de capital a accelerat refacerea încrederii în sistemul bancar.

A doua trăsătură este aceea că cerințele de capital continuă să rămână un factor important pentru încredere o lungă perioadă după refacerea acesteia. Foarte probabil, la baza faptului că băncile cu capitalizare înaltă își asumă riscuri mai mari stă încrederea refăcută³⁵. Mai mult, creșterea rapidă a produselor apărute din inovare, concepute pentru a reduce riscul, mărește încrederea că achiziționarea lor diversifică riscul. Odată refăcută, încrederea reduce aversiunea la risc a băncilor. Un număr de ani de proiecte reușite poate spori încrederea peste nivelurile justificate de fapte. Corespunzător, aversiunea la risc se reduce și mai mult, contrapartidele începând să accepte riscuri (deficite) mai mari.

Cu toate acestea, publicul nu își reduce încrederea în aceste bănci. Dimpotrivă, cerințele de capital mai mari sunt un factor important printre faptele pe care oamenii le cântăresc atunci când își formează credințele. Ele contribuie la formarea încrederii. În general, publicul nu știe că cerințele mai mari de capital pot conduce la subevaluarea riscului, așa cum am arătat în secțiunea precedentă, mărinđ probabilitatea de default. Publicul nu știe nici că mai mult capital înseamnă, așa cum am arătat mai sus, riscuri mai mari. El nu realizează că cerințele mai mari de capital duc la acumularea de riscuri mai mari, despre care nici chiar băncile nu știu în ce măsură sunt subevaluate.

Rezultatul final este acela că, pe de o parte, introducerea/creșterea cerințelor de capital duce, așa cum am arătat, la subestimarea riscurilor și la situarea de facto a capitalului sub nivelul calculat. Pe de altă parte, introducerea/creșterea cerințelor de capital duce la creșterea încrederii în interiorul sistemului bancar, cât și la creșterea încrederii publicului. Pe această bază, publicul reduce prudența și acceptă riscuri mai mari.

Creșterea încrederii și a riscurilor asumate concomitent cu reducerea nivelului de facto al rezervelor de capital induce un dezechilibru crescător între pierderile neprevăzute și stocul de capital disponibil pentru acoperirea lor. Astfel, instituirea/creșterea cerințelor de capital are mai degrabă efecte contrare celor avute în vedere de reglementatori.

4. Mecanismul euforiei

În secțiunea anterioară am arătat mecanismele prin care reglementarea capitalului duce la subestimarea riscului și la creșterea încrederii. În continuare vom prezenta viziunea noastră privind modul în care se produce euforia în sectorul nefinanciar și vom arăta de ce sectorul

³⁴ Acordul Basel II nu poate fi legat de o criză majoră. El este o rafinare a acordului Basel I.

³⁵ Activele mai riscante, și de aceea mai profitabile, nu ar fi acceptate în portofoliul băncilor dacă nu ar exista *suficientă încredere că riscul lor nu se va materializa în perioada deținerii.

financiar nu poate fi izolat împotriva euforiei. În acest scop, în continuare în această secțiune ne vom uita mai atent la încredere. Ea este importantă deoarece controlează acțiunea umană (Heath și Tversky, 1991).

Întrucât încrederea este strâns legată de capacitatea înăscută a oamenilor de a judeca probabilități, mai întâi reamintesc modul în care oamenii calculează probabilitatea unui eveniment incert (Tversky și Kahneman, 1974). Continui prin a prezenta pe scurt mecanismul descris de Griffin și Tversky (1992) prin care oamenii ajung să opereze cu încredere excesivă. Apoi utilizez acest mecanism pentru a explica cum evoluțiile curente pozitive pot duce la euforie. În final, argumentez că încrederea are rol de “fundatie microeconomică” în apariția evoluțiilor curente pozitive.

4.1 Probabilitățile subiective

Încrederea exprimă gradul de credință într-o anumită ipoteză. Pentru a estima în mod obiectiv acest grad, teoria statistică și calculul probabilităților furnizează reguli de integrare a faptelor. Modelele de evaluare a riscului sunt bazate pe aceste reguli.

Dar, când evaluează probabilitatea unui eveniment incert, sau valoarea unei cantități incerte, cei mai mulți oameni nu aplică aceste reguli pentru că nu le știu. Tversky și Kahneman (1974) au demonstrat că pentru evaluarea încrederii, oamenii se bazează pe un număr limitat de principii euristice. Adică își folosesc experiența de viață. Așa cum au arătat specialiștii în psihologie cognitivă, aceste judecăți nu sunt întotdeauna corecte, dar, așa cum spunea Grenspan (2008, p. 464), “ele au fost în mod manifest suficient de bune pentru a permite oamenilor să supraviețuiască și să se înmulțească.”

Concret, pentru a estima probabilități, au arătat Tversky și Kahneman, oamenii se bazează pe evaluarea automată a similarităților³⁶ (euristica³⁷ numită reprezentativitate) și pe ușurința cu care diverse ipostaze sau apariții pot fi regăsite în memorie (euristica numită disponibilitate). În general, când vor să estimeze cantități incerte, oamenii se bazează pe o valoare inițială care este ajustată, aproape întotdeauna insuficient, prin judecată (euristica numită ancorare).

Aceste metode euristice reduc sarcina complexă de a estima probabilități și a predicționa valori la simple operații de judecată (Tversky și Kahneman, 1974, p 1124). Utilizarea acestor principii sunt utile în multe cazuri, dar induc devieri cognitive (cognitive biases). Acestea din urmă apar chiar dacă oamenii sunt încurajați să elaboreze judecăți corecte sau sunt remunerați pentru răspunsuri corecte.

Judecarea individuală a probabilităților produce rezultate bune în cazul variabilelor care se modifică lent (pe termen lung). În acest caz, oamenii pot anticipa cu o probabilitate destul de

³⁶ Barbara Tversky, soția lui Amos Tversky, ea însăși profesor de psihologie cognitivă la Stanford, spunea că oamenii chiar sunt buni la a identifica similarități (remarcă menționată în anunțul mortuar făcut de Stanford University la decesul lui Amos Tversky). Remarca sa este în perfectă armonie cu demonstrația lui Tversky și Kahneman că oamenii sunt reglați să vadă tipare (pattern) în procesele întâmplătoare cum ar fi fluctuațiile bursei, datul cu banul sau loviturile de baseball.

³⁷ Termenul de euristica a fost introdus de Simon (1957) prin discutarea raționalității limitate, dar acest concept era deja folosit, fără a fi explicat ca atare deja din 1956 (Simon, 1956). Pentru o istorie a evoluției conceptelor folosite de Simon vezi Barros (2010).

mare că pe termen scurt nu apar schimbări relevante. Aceasta este adevărat în cazul instituțiilor și al autoechilibrării piețelor. Oamenii mențin cvasineschimbata încrederea în instituții și în faptul că pe termen lung piața se autoechilibrează.

Totuși, în cazul variabilelor care se modifică rapid, oamenii pot anticipa evoluțiile viitoare incerte cu o probabilitate destul de mică. Pe termen scurt, piețele sunt mai puțin stabile decât pe termen lung, astfel că evoluțiile unor variabile cum ar fi, de exemplu, veniturile financiare, se pot mișca în orice sens pe termen relativ scurt. Încrederea privind aceste variabile se mișcă în multe cazuri în același sens, dar nu în mod necesar proporțional. Iar pentru aceasta nu sunt responsabile sexul, vârsta, educația, cultura, ci modul în care oamenii judecă probabilitățile.

4.2 Euristica „reprezentativitate” și cauza crizei

Din perspectiva studiului nostru este relevant să amintim că devierile cognitive apar chiar și la experți în statistică. Primii care au ajuns la această concluzie au fost Tversky și Kahneman (1971 și 1974)³⁸. Studiile lor au fost pe larg citate (Slovic, 1982, *apud* Shanteau, 1989, Slovic, Fischhoff, și Lichtenstein, 1977), chiar dacă unele cercetări au arătat că în cazul experților în statistică, devierea cognitivă era mai redusă (Bowser, 1972, *apud* Shanteau, 1989).

Reamintirea celebrului caz Linda poate aduce claritate. Tversky și Kahneman au administrat un chestionar doctoranzilor din cadrul unui program de teorie a deciziei de la Stanford Graduate School of Business în care toți participanții aveau cunoștințe avansate de probabilități, statistică și teoria deciziei. Ei trebuiau să răspundă dacă era mai probabil ca Linda să fie „casierită de bancă feministă” sau era „casierită de bancă”. Aceste scenarii au fost prezentate împreună cu alte șase, aparent asemănătoare. Spre surprinderea lor, 85 la sută dintre participanți au răspuns că varianta „casierită de bancă feministă” era mai probabilă (Kahneman, 2012, pp 247-248).

Cazul Linda a constituit una dintre dovezile că reprezentativitatea poate învinge logica chiar și în cazul experților. Devierea a apărut de la faptul că descrierea pe care autorii chestionarului au făcut-o Lindei era foarte convingătoare, adică reprezentativă în sensul rezultatului obținut³⁹. Dar exemplul este relevant și pentru reglementarea sistemului financiar, care necesită judecarea de probleme mai complexe și mai puțin transparente.

Citind literatura de specialitate mi-am dat seama că actuala criză financiară, care a fost descrisă ca rezultat al comportamentului iresponsabil al băncilor și altor instituții financiare, a schimbat opiniile multor economiști cu convingeri neo-liberale referitor la reglementare. Aceste opinii se plasează între două extreme, de la cei care cred că intermedierea financiară⁴⁰

³⁸ „Bazarea pe euristică și prevalența devierilor nu se limitează la oamenii simpli. Cercetătorii experimentați sunt de asemenea înclinați spre aceleași devieri - când ei gândesc intuitiv.” (Tversky și Kahneman, 1974, p. 1130). Relevantă este și afirmația „deși cei statistic sifisticați evită erorile elementare,..., judecățile lor intuitive sunt supuse la fallacies similare în cazul problemelor mai complicate și mai puțin transparente.” (Tversky și Kahneman, 1974, p. 1130).

³⁹ Descrierea Lindei a fost următoarea „Linda are 31 de ani, este necăsătorită, sinceră și foarte inteligentă. Este doctor în filozofie. Pe când era studentă, a fost intens preocupată, de problema discriminării și de dreptatea socială și a participat la demonstrații antinucleare.” (Kahneman, 2012, p. 245)

⁴⁰ Prescott (2009) definește intermediarul financiar astfel: „un intermediar financiar ia cu împrumut de la un grup și dă cu împrumut la un alt grup, fiind puternic îndatorat”.

nu servește niciun scop și trebuie interzisă (Prescott, 2009), la cei care cred că salvarea băncilor vine de la o reglementare întărită. Acum, cei mai mulți economiști cred că este mai probabil ca întărirea reglementării să facă sistemul financiar mai robust în fața ciclului economic și să atenueze efectele negative. Nu este exclus ca descrierea crizei să fi fost factorul pe baza căruia s-a format această concluzie.

Descrierea “ortodoxă” a cauzelor crizei financiare la care a aderat majoritatea economiștilor este aceea care pune dereglementarea începută în anii '80 la baza apariției produselor financiare catalogate astăzi ca toxice. Aurel Iancu (2013) are dreptate însă când subliniază că problemele au venit nu atât de la sectorul bancar, în general bine reglementat, cât mai ales de la sectorul bancar umbră (shadow banking), rămas în afara cerințelor minime de reglementare pe care le-am subliniat în introducerea acestui studiu.

Chiar dacă în rândul economiștilor lucrurile sunt mai nuanțate, pentru publicul larg a devenit clar că întărirea reglementării înseamnă mai multă robustețe pentru sistemul bancar în care ei își păstrează economiile. Pentru publicul larg, concluzia că reglementarea trebuie întărită a apărut, ca și în cazul descrierii Lindei, pe baza reprezentativității descrierii crizei. Efectele brutale ale crizei pe piețele financiare și pierderea locurilor de muncă au fost imediat identificate ca „dovezi” că explicația dereglementării lucrează.

Niciun studiu nu demonstrează însă că reglementarea întărită va aduce rezultate mai bune. Dimpotrivă, mi s-au părut convingătoare acele analize succinte, dar realiste ale istoriei reglementării (de exemplu Goodhart, 2010 și Haldane, 2012), din care rezultă mai degrabă că multe din “îmbunătățirile” aduse reglementărilor la diferite momente de timp s-au dovedit mai degrabă greșeli care ulterior au fost criticate și, uneori, eliminate.

Explicația pe care eu am dat-o crizei financiare în acest studiu se bazează pe cauzalitatea inversă. Reglementarea de tipul „comandă și control”, mereu prezentă după criza din 1929-1933 a accelerat inovarea, inclusiv apariția activelor toxice. Mai ales reglementarea capitalului, inclusiv prin încrederea pe care o generează, a dus la accelerarea inovațiilor concretizate în active toxice ca la o soluție de menținere a eficienței la niveluri acceptabile pentru proprietari, investitori și deponenți. Inovarea ar fi apărut și va apărea oricum, dar ea a fost și va fi accelerată de nevoia de a reduce costul reglementării.

4.3 Supraîncrederea

Una din achizițiile cercetărilor al căror subiect este evaluarea faptelor și determinarea încrederii este aceea că “oamenii sunt adesea mai încrezători în judecata lor decât este garantat de fapte.” (Griffin și Tversky, 1992, p. 411). Supraîncrederea⁴¹ apare atunci când o persoană „supraestimează probabilitatea⁴² ipotezei sale favorite.” (Griffin și Tversky, 1992, p. 412).

⁴¹ Aici folosesc termenul supraîncredere în același mod în care este folosit termenul de supraevaluare în cazul ratei de schimb, adică pentru a indica o abatere în sus de la un nivel a cărei validitate ar putea fi dedusă în mod obiectiv.

⁴² Estimarea probabilității adecvate se poate face empiric, observând exercițiile reușite ale unei persoane sau dintr-un model.

Cercetătorii în psihologia cognitivă au arătat că în multe probleme se poate distinge între tăria (strength or extremeness) faptelor și credibilitatea (weight, credence or predictive validity) acestora. Griffin și Tversky (1992) au testat cu rezultate convingătoare ipoteza că există tipare diferite pentru supraîncredere și subîncredere⁴³. Ei au arătat că dacă oamenii sunt puternic sensibili la variațiile în tăria faptelor (e.g. căldura dintr-o scrisoare de recomandare) și insuficient sensibili la variațiile în validitatea predictivă a acestora (e.g. credibilitatea autorului sau mărimea eșantionului), atunci judecățile sunt supraîncrezătoare. Invers, când sensibilitatea este mică față de tăria faptelor și înaltă față de credibilitate, judecățile sunt subîncrezătoare.

Cu alte cuvinte, față de un model statistic adecvat, oamenii tind să dea o importanță neadekvată uneia dintre componente. Cu cât faptele sunt mai reprezentative pentru ipoteza verificată, cu atât mai mult va fi influențată judecata intuitivă. Fischhoff (1982) a arătat că supraîncrederea prevalează, putând fi covârșitoare și foarte dificil de înlăturat. Mai mult, supraîncrederea este extremă și în predicționarea evenimentelor viitoare, deși mai puțin extremă decât cea referitoare la problemele de cunoștințe generale (Fischhoff și MacGregor, 1982).

Griffin și Tversky (1992) citează o serie de studii care au arătat că medicii, avocații, psihologii, inginerii, negociatorii, analiștii de securitate au demonstrat că pot fi supraîncrezători. Aceasta este adevărat și pentru cei care își investesc proprii bani. De exemplu, the U.S. Small Business Administration arată că peste 50 la sută din firmele mici eșuează în 5 ani, ceea ce în viziunea multor psihologi arată că mulți antreprenori supraestimează probabilitățile de succes. În timp ce este adevărat că încrederea excesivă este un fenomen răspândit, dezbaterea privind beneficiile nete nu este încheiată.

4.4 Estimarea probabilităților în sectorul financiar și în sectorul nefinanciar

În capitalism dezvoltarea economică depinde de asumarea riscului. Orice mecanism sau situație care ar împiedica asumarea riscului ar fi împotriva creșterii economice. De exemplu, capcana lichidității în care se află economiile dezvoltate, în esența ei este o situație care nu stimulează asumarea riscului. Ratele dobânzii scăzute aproape de zero și curbele aplatizate ale randamentelor fac aproape imposibilă distincția între riscul pe termen lung și riscul pe termen scurt. Din moment ce randamentele sunt aproape egale la investițiile pe termen scurt cu cele la investițiile pe termen lung, investițiile pe termen lung, de care depinde creșterea economică, sunt reduse.

Evaluarea riscului se face atât prin utilizarea modelelor statistice, cât și prin evaluarea subiectivă a probabilităților prin metode euristice. Din această perspectivă, între sectorul financiar și sectorul nefinanciar există o deosebire majoră. În general, entitățile din sectorul nefinanciar nu au modele formale de management al riscului. În sectorul nefinanciar, riscurile economice sunt evaluate preponderent prin judecarea probabilităților pe baza de experiență. Aici apar schimbări corelate în atitudinea oamenilor față de risc, putând merge în mod ciclic către euforie sau către panică.

⁴³ Termenul de subîncredere este folosit în mod similar folosirii termenului subevaluare în cazul ratei de schimb.

În schimb, entitățile din sectorul financiar se bazează pe modele formale de management al riscului. În industria financiară, asumarea riscurilor este profesia de bază, astfel că estimarea riguroasă a riscurilor este esențială pentru profitabilitate. Aceasta explică de ce modelele de estimare a riscurilor au făcut progrese mari. Ele ajută profesia să se concentreze mai bine pe estimarea riscurilor.

Cei care calculează riscurile utilizând modele statistice adecvate sunt o minoritate în raport cu cei care judecă probabilități pe baza metodelor euristice. Din această perspectivă, sectorul financiar este în minoritate față de sectorul nefinanciar. Este de așteptat ca schimbările în încredere și, astfel în atitudinea față de risc, să aibă sensul schimbărilor pe care le produc cei care estimează probabilități subiective în sectorul nefinanciar.

Astfel, este mai plauzibil ca starea economiei să influențeze comportamentul bancherilor, și nu invers. Greenspan (2002) scria că “adesea-repetatul model pe piețele financiare a fost schimbarea periodică în atitudinile față de risc, *inițiată de starea economiei* (sublinierea mea), printre creditorii (lenders) și alți deținători de active”. Cu alte cuvinte, clienții băncilor sunt afectați de ciclul de afaceri și, astfel, sunt afectate și băncile.

Deși ajută profesia financiară să se concentreze mai bine pe estimarea probabilităților, modele de estimare a riscului nu pot proteja instituțiile financiare împotriva euforiei sau a panicii. Modelele de evaluare a riscurilor sunt bazate pe ipoteza că există un singur factor sistemic de risc pentru toate creditele din portofoliile băncilor, ceea ce nu corespunde realității. În mod cert există multe riscuri idiosincratice în toate portofoliile. Din acest motiv, în sectorul financiar, judecata bazată pe experiență va coexista în procesul de luare a deciziilor alături de judecata informată de modelele de risc.

Când, bazat pe judecarea probabilităților subiective oamenii vor deveni optimiști, acest optimism va cuprinde ambele sectoare. Optimismul se va instala mai ușor în sectorul nefinanciar (așa cum am presupus și în secțiunea 4.2), care atunci când estimează riscuri se bazează aproape în întregime pe judecarea probabilităților pe bază de experiență. În sectorul financiar, în care modelele de risc permit o mai bună estimare a probabilităților, optimismul va pătrunde poate mai lent, dar va pătrunde în mod cert. În final, judecarea subiectivă a probabilităților, care stă la baza schimbărilor în încredere, afectează nu numai sectorul nefinanciar, ci și sectorul financiar.

Economiștii sunt convinși că îmbunătățirea managementului riscului, care crește capacitatea noastră de a ne concentra mai bine pe probabilități, va tinde să aplatizeze modelele ciclice ale creditului (Greenspan 2002). În mod similar, cineva s-ar putea gândi că o înăsprire a reglementării de tipul comandă și control ar izola sectorul financiar de euforia care apare mai întâi și se extinde mai rapid în sectorul nefinanciar. Dar, așa cum am arătat în secțiunea a treia, reglementarea nu poate fi eficientă în combaterea euforiei.

4.5 Euforia în sectorul real și transmiterea ei în sectorul financiar

În opinia mea, când un număr suficient de mare de agenți economici ajung, în mod simultan, excesiv de încrezători, se instalează euforia. Ea cuprinde întreaga societate, deși pot exista

centri care își păstrează luciditatea. Semnificația încrederii excesive la nivel individual și a euforiei la nivel agregat derivă în primul rând din faptul că încrederea, respectiv euforia, așa cum am subliniat, controlează acțiunea umană.

Similar cu mecanismul de instituire a supraîncrederii, euforia privind perspectivele economiei apare deoarece, în condiții de incertitudine, oamenii obișnuiți, care nu sunt preocupați cu economia, se folosesc de metode euristice. La nivel agregat, oamenii tind să fie foarte sensibili la variațiile (tăria) faptelor (date, informații), dând mai puțină atenție validității predictive a acestora (factori care determină probabilitățile).

După opinia mea, la nivel agregat, apariția euforiei este favorizată de faptul că oamenii obișnuiți, care nu se ocupă cu studierea economiei, țin minte doar performanța economică a unei perioade foarte scurte.

Probabil că atât disponibilitatea cazurilor sau scenariilor, cât și reprezentativitatea sunt utilizate pentru a determina plauzabilitatea unei anumite evoluții particulare. În estimarea evoluțiilor viitoare ale economiei pe termen scurt, oamenii obișnuiți tind să deducă probabilități din evoluțiile recente. De asemenea, ei știu din experiență că după o perioadă de creștere economică joasă urmează o perioadă cu creșteri mai înalte. Pe această bază, pentru cei mai mulți agenții economici (gospodării și firme), apariția unor date favorabile pot duce la supraîncredere.

Pentru mai multă claritate, să admitem că oamenii își amintesc în mod clar performanțele privind creșterea economică doar pentru ultimii 4 ani. Să presupunem că în urma unei crize financiare, după o serie de 4 ani cu creștere economică sub potențial, oamenii se așteaptă la o evoluție similară și în viitorul apropiat. Totuși, dacă apare un an cu creștere la nivel potențial, ceea ce înseamnă că șomajul scade, oamenii se vor gândi la el la fel cum gândește un angajat care este impresionat de gradul crescut de căldură dintr-o scrisoare de recomandare și dă puțină atenție credibilității semnatarului.

Apariția unui an cu creștere mai înaltă va fi interpretată ca dovadă că scenariul “după creștere joasă urmează creștere înaltă”, pe care virtual toți oamenii îl au în memorie, este prezent. Evident, slăbiciunea acestei judecăți constă în faptul că disponibilitatea (adică ușurința cu care scenariul apare) este afectată de alți factori, nu de frecvență și probabilitate (Tversky și Kahneman, 1974, p. 1127). Este de asemenea posibil ca alte evoluții din economie să fie recunoscute ca similare cu altele care au dus, în trecut, la relansare economică. Dar reprezentativitatea nu este influențată de câțiva factori care ar trebui să influențeze judecarea probabilităților.

Acum, în memoria oamenilor sunt 3 ani cu creștere sub potențial și unul cu o creștere la potențial. Totuși, concentrați pe impactul vestei pozitive, și mai puțin pe validitatea ei predictivă, oamenii vor crește probabilitatea ca economia să meargă mai bine în viitor. Dacă predicția se adevărește, atunci 2 din ultimii 4 ani memorați vor fi cu creștere relativ înaltă. Deși numărul anilor cu creștere relativ înaltă a crescut cu 50 la sută, probabilitatea intuitivă a oamenilor ca economia să meargă și mai bine în următorul an crește cu mai mult.

Pe această bază, încrederea crește, stimulând investițiile și consumul și făcând posibilă creșterea ratelor potențiale de creștere economică. Dacă aceste evoluții au loc concomitent în multe țări și capitalul se mișcă liber, atunci creșteri economice relativ înalte sunt posibile concomitent cu rămânerea la niveluri joase și stabile a inflației. Așa apare euforia (încredere excesivă), care după un număr de ani va fi urmată de panică. Periodic, conform acestui mecanism, au loc treceri de la euforie la frică (încredere foarte redusă sau lipsa încrederii), și invers. Aceste mișcări s-au manifestat în mod sistematic de la apariția piețelor competitive moderne încoace.

Euforia creată în sectorul real contaminează sectorul bancar. Contaminarea se face prin același mecanism de judecare subiectivă a probabilităților. În mod subiectiv se cântăresc două tipuri de date: pe de o parte sunt știrile, comentariile și indicatorii economici, iar pe de altă parte sunt cântărite riscuri sau probleme potențiale.

Faza ascendentă a ciclului economic este acompaniată de evoluții bune astfel că, trecutul recent pe care oamenii îl țin în minte, pare constituit numai din știri, comentarii și indicatori favorabili (tăria faptelor). În fereastra de timp relevantă pentru judecarea probabilităților nu mai există deloc suport pentru problemele potențiale (validitatea predictivă). Chiar și pentru supraveghetori sau pentru decidenții care rămân lucizi este dificil să vorbească despre euforie sau să restrângă creditul deoarece „indicatorii cantitativi nu sprijină precauția până când este prea târziu în expansiunea creditului.” (Greenspan, 2002). Astfel, tot mai multe proiecte propuse de antreprenori sau tot mai multe cereri de credite de consum par fezabile.

Spre deosebire de euforie, panica apare mai întâi în sectorul financiar. Dorind să sublinieze rapiditatea cu care se trece de la euforie la panică, Greenspan (2002) scrie că „modelul tipic a fost o *evaporare* a optimismului printre creditorii...” (sublinierea îmi aparține). Odată optimismul evaporat, dezechilibrele asociate cu problemele potențiale (ca expresie a validităților predictive ignorate) devin evidente. În fereastra de timp disponibilă, situația se inversează. Proeminente devin faptele negative și toate comentariile și opiniile care îndeamnă la precauție. Aceasta explică trecerea de la panică, care de obicei durează puțin, la pesimismul care se poate prelungi ani buni. Percepția că riscurile au crescut se consolidează pentru a se reflecta în creșterea dobânzilor. Aceasta din urmă alterează bilanțurile din sectorul nefinanciar (firme și gospodării).

Pe măsură ce situația firmelor și gospodăriilor se deteriorează, tot mai multe credite devin neperformante, alterând și bilanțurile din sectorul financiar. Neîncrederea se accentuează la nivelul firmelor și gospodăriilor. Conform filozofiei dominante astăzi, reglementarea se înăsprește, inclusiv cea privind capitalul, accentuând procesul de deleverage inițiat de entitățile ale căror datorii scadente ajung să fie mult mai mari decât cash-flow-urile reduse de recesiune. În final, când la ceva timp de la declanșarea crizei, producția va reîncepe să crească la nivelul potențial, reducând șomajul, primii care vor recăpăta optimismul vor fi antreprenorii. Așa cum am arătat în acest studiu, cerințele de capital mai mari pot grăbi refacerea încrederii în sectorul bancar, dar efectul lor stabilizator va fi incert.

5. Piețele sunt atât euforice cât și raționale

Piețele nu sunt numai euforice sau în panică. Ele sunt și raționale. Aceasta nu înseamnă că agenții economici pot formula anticipații raționale despre viitor, ci că pot păstra, pentru o perioadă, o concordanță puternică între acțiunile agenților economici și scopurile acestora. Din această perspectivă, este importantă distincția dintre scopurile ultime relativ la un sistem și mijloacele de atingere a lor.

Minsky spunea că „într-o economie capitalistă, trecutul, prezentul și viitorul sunt legate nu numai prin caracteristicile capitalului și ale forței de muncă, dar de asemenea prin relațiile financiare” (Minsky, 1993, p.4). „În ciuda complexității mai mari a relațiilor financiare, determinantul cheie al comportamentului sistemului rămâne nivelul profitului.”, spune Minsky (1993, p. 5). Cu alte cuvinte, scopul ultim al bancherilor este să facă profit. A face profit este o valoare pentru bancheri.

Mises (1957, p. 267) spune că „judecățile despre valoare nu pot fi nici justificate nici respinse prin utilizarea rațiunii. Termenii ‘utilizarea rațiunii (reasoning)’ și ‘raționalitate’ se referă întotdeauna numai la adecvarea mijloacelor alese pentru atingerea scopurilor ultime. Alegerea scopurilor ultime este în acest sens întotdeauna irațională.”

Aceasta înseamnă că piețele financiare sunt raționale atât timp cât pot păstra concordanța dintre acțiunile lor și scopul maximizării profitului pe o perioadă nedefinită. Păstrarea acestei concordanțe înseamnă că banca nu inițiază acțiuni excesiv de riscante sau „distrugătoare de valoare”. Concordanța dintre acțiuni și scopuri se poate rupe, din perspectiva care ne interesează aici, din două motive. Unul se referă la slăbiciunile în capacitatea omului de a cunoaște, iar celălalt se referă la iraționalitate, euforia fiind o formă de manifestare a acesteia din urmă.

Cele două cauze sunt în natură foarte diferite. „A face greșeli în realizarea scopurilor cuiva - scrie Mises (1957, p. 268) – este o slăbiciune umană larg răspândită. Unii greșesc mai puțin frecvent decât alții, dar niciun muritor nu este omniscient și infailibil. Eroarea, ineficiența și nereușita (failure) nu trebuie confundate cu iraționalitatea.” Numai din întâmplare foarte mulți oameni pot greși în același timp astfel încât să se rupă la scară întregii economii în același timp concordanța dintre mijloace și scopuri, generând o criză financiară. Spre deosebire de erori, ineficiență și eșec, euforia întrerupe pentru ani buni această concordanță pentru aproape toți agenții economici concomitent. Când acțiunile curente nu mai pot asigura maximizarea intertemporală a profitului, piețele nu mai sunt raționale.

Rațiunea, euforia și panica nu sunt numai aspecte profunde ale naturii umane ci, sunt, în același timp, forțe ale pieței, din a căror combinare rezultă ciclurile financiare și ciclurile de afaceri. Fiecare dintre cele trei forțe devine predominantă pentru o anumită perioadă. În particular, perioadele în care predomină rațiunea sunt întrerupte de succesiunea euforie-panică.

Sucesiunea dintre euforie și panică se reflectă în acumularea și, respectiv, spargerea bulelor prețurilor activelor, care influențează profund alternanța fazelor ascendente și descendente ale

ciclurilor de afaceri. Aceasta înseamnă că întotdeauna după panică piețele revin la rațiune, care se re-instituie întotdeauna în perioade de recesiune. Cu alte cuvinte, piețele rămân raționale între momentul marcat de dispariția panicii asociate cu o criză și momentul de la care euforia se instalează.

Kahneman (2009), a arătat că temerile se învață mai ușor decât speranța. “[O] singură experiență este adeseori suficientă pentru a stabili o aversiune și o teamă pe termen lung”, spune Kahneman referindu-se la individ (p. 366). Mai mult, frica poate fi învățată prin comunicare verbală mai degrabă decât prin experiență (p. 367).

Este posibil ca, în economie, aceste proprietăți ale speranțelor și temerilor individuale să fie valabile și pentru speranțele și temerile colective. Euforia colectivă se învață mai greu decât frica sau panica colectivă. Aceasta explică de ce perioadele de euforie sunt întotdeauna mai lungi decât perioadele de panică.

Nu numai perioadele în care acționează, îndepărtând piețele de la raționalitate, dar și potențele euforiei și, respectiv, panicii sunt diferite. Alan Greenspan subliniază că frica este o forță a pieței mai potentă decât euforia, determinând evoluții mult mai abrupte și pe perioade mult mai scurte. Faptul că în mod natural euforia durează mai mult decât panica și că panica este mai puternică decât euforia, este benefic. El contribuie la minimizarea perioadelor de contracție. De exemplu, economia americană a fost în contracție aproximativ 14 la sută din timp în ultimii 50 de ani (Greenspan, 2008b, pp. 520-521), iar economia românească aproximativ 35 la sută din timp în ultimii 23 de ani.

Eficiența cu care piețele elimină dezechilibrele și ineficiențele este diferită în funcție de starea rațională, euforică sau de panică a piețelor. *În perioadele în care predomină rațiunea*, piețele elimină dezechilibrele în mod continuu. În aceste perioade, nivelurile la care anticipațiile privind cash-flow-urile și nivelurile efective ale cash-flow-urilor sunt egale cresc în ritmuri normale. Creșterea economică este la potențial și rămâne sustenabilă.

O reglementare liberală este adecvată, căci piața însăși supraveghează prin contrapartide. Clienții se supun nu numai cerințelor de reglementare oficiale ci celor ale creditorilor. O creștere a reglementării ar însemna reducerea libertății piețelor, adică a capacității lor de a adresa dezechilibrele. În această perioadă, așa cum a arătat Minski, structura financiară a economiei este dominată de debitori acoperiți. În această perioadă politicile macroeconomice au mult mai multă libertate de a fi contraciclice.

În schimb, *în perioada de euforie*, supravegherea efectuată de contrapartide ar putea să nu mai elimine dezechilibrele, putând face loc unei crize. Pe de o parte, supraveghetorii le este imposibil să afle dacă piața este într-un proces de acumulare sau de eliminare de dezechilibre. Pe de altă parte, reglementatorilor le este imposibil să prevină acumularea de dezechilibre într-un sistem a căror complexitate este în creștere și nici nu pot evita euforia prin reglementare fără a suprima piața (Croitoru, 2012c).

Nivelurile cash-flow-urilor anticipate și actuale cresc în ritmuri relativ rapide, rămânând totuși egale. Creșterea economică înaltă se poate afla în una două situații posibile: fie este egală cu

nivelul potențial aflat la niveluri istorice înalte, fie tinde să fie în mod sistematic peste potențial. În acest din urmă caz, politica monetară nu “îndrăznește” să se opună euforiei prin creșteri adecvate ale ratei dobânzii, riscând să fie acuzată de inițierea unei recesiuni. În ambele cazuri producția este nesustenabilă deoarece structura financiară a economiei este dominată de debitori speculativi și de tip Ponzi. Politica monetară sau reglementările au doar o mică influență asupra amplitudinii sau frecvenței acestor cicluri din moment ce euforia le poate împiedica să fie contraciclice.

Momentul apariției panicii este atunci când, pentru un număr semnificativ de tranzacții, cash-flow-urile realizate încep să rămână în urma nivelurilor anticipate. Nimeni nu poate anticipa acest moment în care oamenii schimbă atitudinile față de risc și tind să dea o importanță mai mare validității predictive a faptelor comparativ cu tăria faptelor, devenind subîncrezători. În sectorul financiar agenții tind să pună accentul pe deleverage-ul generalizat, care este logic să apară.

În perioada relativ scurtă în care acționează, panica/frica face ca interesul personal să nu ducă la prosperitate. De exemplu, având interesul de a reduce datoriile devenite nesustenabile, mulți debitori vând pe scară largă active, ceea ce antrenează scăderea prețurilor activelor de la nivelurile exagerate la care le-a mutat euforia. Astfel, economia se afundă în recesiune. Totuși, în acest proces panica are și un rol pozitiv: re-așează economia pe drumul cel bun. Această forță a pieței – panica – are “curajul” să întrerupă euforia, curaj pe care nu îl are nicio autoritate (guvern sau bancă centrală). Panica are rolul de a face loc, din nou, rațiunii.

6. Concluzii

Această suscesiune repetabilă între rațiune-euforie-panică-rațiune permite piețelor să se repare singure, nu pentru că o cer reglementatorii. Cu rațiunea devenită predominantă după panică, piețele încep din nou să elimine dezechilibrele. (vezi articolul meu *În birou la Alan Greenspan*). În iulie 2007, euforia a dispărut. Piețele lucrează deja de ceva timp pentru a elimina dezechilibrele, ceea ce dovedește că au revenit la raționalitate, ca în scenariul descris în paragraful anterior.

Instituțiile financiare cer deja unele de la altele reducerea îndatorării (deleveraging-ul). În urma crizei, investitorii și-au redus preferința pentru risc. Astfel, băncile plătesc deja rate ale dobânzilor mai mari pentru banii atrași pe termen lung. Din acest motiv, băncile ar fi crescut adecvarea capitalului pentru a reduce costul îndatorării, chiar dacă EBA nu ar fi cerut-o. Cererea pentru instrumente bazate pe active exotice s-ar putea să rămână la nivelul la care s-a prăbușit, pentru foarte mult timp. Noile comportamente vor rămâne neschimbate pentru mulți ani, până când euforia, care nu poate fi evitată prin reglementări, va reapărea.

Pe măsură ce piețele redevin raționale, făcând ajustările menționate, rezultă multă suferință pentru un număr foarte mare de votanți. Din păcate, pe acest fundal, rațiunea colectivă a electoratelor se reduce. Neînțelegând această defazare, masele votante cer o implicare mai profundă a guvernelor, inclusiv prin reglementare.

Fiind în capcana anticipațiilor, despre care am tot scris, politicienii știu că doar în urma crizei pot acționa, dacă vor simpatia publicului. Pentru a tempera euforia, politicile economice ar fi trebuit să contracte economia în perioada incipientă a euforiei. Dar, așa cum am arătat în cartea mea *În apărarea piețelor* (2012, p. 37), și am reiterat și în acest studiu, electoratele din societățile democratice privesc guvernele ca pe o opțiune: nu admit astfel de politici în fazele ascendente și sancționează guvernul dacă acesta nu intervine în fazele descendente.

Neînțelegând suficient natura umană, unii cred că o reglementare administrativă strictă ar putea atenua euforia și frica, și astfel amplitudinea fazelor ciclului. Dar psihologii ne spun că este aproape imposibil să diluezi trăsături umane profunde. În articolul meu intitulat *În birou la Alan Greenspan*, notam (Croitoru, 2012c, p. 8) că “A te asigura că piețele financiare nu vor deveni euforice este achivalent cu a suprima alegerile economice libere, care fiind făcute de oameni, pot fi oricând euforice.”

Neputând să prevadă viitorul, reglementarea se concentrează, ca întotdeauna, pe cauzele crizei curente. Astfel, ea se așează cu spatele la viitoarea criză, confirmându-și incapacitatea naturală de a preveni o criză. În acest proces, reglementatorii caută să anticipeze și să pună limite oricărui proces care a dus la criză.

Știm însă că aceasta reduce șansele repetării unei crize pe aceleși baze. “Atunci când specificați mai detaliat un eveniment posibil, – spune Kahneman (2012, p. 246) – nu puteți decât să-i micșorați probabilitatea.” Cu alte cuvinte, probabilitatea ca o criză să apară într-un mod neprevăzut crește, iar o viitoare criză va demonstra ineficiența reglementării.

Reglementările cer piețelor să facă ajustări în direcții spre care piețele s-ar fi îndreptat oricum, dar cu mijloace și magnitudini adecvate, deși nu este exclus ca și piața să fie foarte aspră. Hanson, Kashyap și Stein (2010, p. 8) au arătat că “mai degrabă, pe măsură ce riscul activelor lor (al băncilor – *n.n.*) crește, piața poate impune un test mai dur pe bănci decât o fac reglementatorii, refuzând să finanțeze instituții care nu sunt puternic capitalizate .”

Este posibil, totuși, ca reglementările recente să fi împins vitezele de ajustare la niveluri care, poate, au accentuat recesiunea mai mult decât au făcut-o piețele. Ca și după Marea Depresie din anii 30, ele ar putea să sugrume eficiența și creșterea economică. Ca și atunci, forțele pieței vor găsi însă căile de a scăpa de reglementările împotriva eficienței (Isărescu, 2012b, p. 3). Dar le va lua ceva timp.

Dacă am porni de la natura omului, strategia reglementării ar fi diferită de cea de astăzi. Reglementarea de tipul comandă și control generează răspunsuri ale agenților economici care face iluzorie creșterea cerințelor de capital la niveluri relativ înalte. Soluția nu este înlăturarea modelelor interne de risc din cadrul de reglementare și acordarea unui rol mai mare abordării standard privind evaluarea riscului. Dar trebuie ținut cont că ciclul financiar este cel mai bine capturat de comportamentul concomitent al creditului și al prețurilor activelor și că este mult mai lung și are o mult mai mare amplitudine decât ciclul de afaceri tradițional (Borio, 2012, p. 23). Calibrarea modelelor interne de risc are nevoie să fie adecvată la perioadele de stress normale din punct de vedere istoric.

În proiectarea reglementărilor, concepția că agenții economici acționează pe baza anticipațiilor raționale trebuie să facă loc concepției că nici agenții economici și nici statul nu pot înțelege complexitatea sistemului financiar pe deplin. Reglementarea are nevoie de o încorporare mai mare a percepțiilor despre risk și a atitudinilor față de risc care se formează nu numai în sectorul financiar, ci mai ales în afara lui. Percepțiile sunt ancorate într-un mod foarte fragil, pe baza tehnicilor de tratare a incertitudinii. Reglementarea nu poate să ignore faptul că limitele pe care le impune nu poate înlocui această bază, astfel că percepțiile rămân o sursă de instabilitate care nu poate fi ignorată.

Complexitatea sistemului financiar și capacitățile limitate ale omului de a ști despre viitor sugerează că reglementarea trebuie să rămână simplă. Pentru a satisface eficient nevoile de intermediere, sistemul financiar a devenit foarte complex. În studiu am arătat că penalizarea complexității instituțiilor care îl compun sau a relațiilor dintre ele, de exemplu prin impunerea unor cerințe suplimentare de capital pentru băncile definate ca mari, nu va face sistemul mai bun. Soluția constă în simplificarea cadrului de reglementare și păstrarea lui într-o formă cât mai simplă. O reglementare complexă ar face sistemul financiar too big to manage.

În afârșit, dacă pornim de la natura omului, e necesar să întărim cât de mult posibil reglementarea în ariile prevenirii fraudei, să creștem transparența sistemului financiar și să îmbunătățim cerințele privind contabilitatea activelor imobiliare. În rest, așa cum arată Greenspan (2008b, p. 523), strategia ar trebui “să asigure că piețele noastre au în toate perioadele suficientă flexibilitate și rezistență, neîmpovărate de protecționism și reglementare rigidă, pentru a absorbi și atenua șocurile crizei.” Abia atunci ar fi strategia compatibilă cu natura umană și cu direcția istoriei.

Anexa 1: Socialismul și natura umană

Un bun exemplu de problemă falsă în raport cu natura umană este ideea că sistemul capitalist exploatează munca, adică nu permite egalitatea economică. Scopul acestei succinte analize este acela de a desprinde unele lecții ce ar putea fi folosite pentru a înțelege mai bine modul în care anumite proiecte ale omului pot intra în conflict ireconciliabil cu natura umană. În final, aceste lecții pot fi utilizate pentru a analiza proiectul curent de întărire a reglementării financiare.

Marx a susținut ideea falsă a exploatării muncii creând teoria valorii bazată pe muncă. Soluția propusă de el, devenită mai târziu obiectivul multor națiuni, a fost crearea egalității economice (exprimată ca proprietate comună asupra capitalului) și a libertății politice. Proiectul care a ținut la această rezolvare a fost socialismul, care ar fi trebuit să asigure egalitatea economică și pe cea politică.

Dar egalitatea economică intră în conflict cu *thymos*-ul, împiedicându-l pe om să ducă lupta sa pentru recunoaștere și libertate. Mises, Hayek, Freedman și Popper au arătat că problema corectă nu este “egalitate economică și libertate”, așa cum au formulat-o teoreticienii socialismului, ci “egalitate economică sau libertate”, așa cum a formulat-o Erik Ritter von Kuehnelt-Ledin (1952). Socialismul a arătat în mod credibil că egalitatea economică și libertatea politică nu pot coexista și că dacă alegem “egalitatea” economică ne pierdem libertatea politică. Joan Robinson avea dreptate: „singurul lucru mai rău decât să fii exploatat de capitalism este să nu fii exploatat de capitalism.”

Progresele în știința economică au făcut ca ideea exploatării muncii să fie neglijată în anii 50 și 60, dar a fost puternic revigorată în perioada anilor 70 și 80 de “marxistii analitici”, prin adaptarea filozofiei moderne și a științei economice la marxism. Ei au respins teoria valorii bazată pe muncă, dar au argumentat (Roemer, 1982) că munca este exploatată din cauză că în capitalism oamenii încep prin deținerea inegală a proprietății. Din acest motiv, muncitorii sunt forțați să muncească pentru capitaliști.

Încă odată, proiectul care a ținut (și în mintea unora țintește) la această rezolvare a fost (este) socialismul, cu versiunea sa teoretică numită socialism cu economie de piață, în mod particular socialismul cooperativ, în care firma este deținută în mod egal de muncitori. Din nou, neverificat pentru a fi respins prin prisma naturii umane, pentru mulți, obiectivul egalității economice și al libertății politice pare logic.

Să admitem pentru moment că acest obiectiv este logic. Pentru a-l realiza, socialismul ar trebui să producă o eficiență mai mare decât capitalismul. Totuși, trăsăturile profunde care definesc natura umană generează comportamente care împiedică socialismul să fie mai productiv decât capitalismul.

În capitalism, eficiența apare pe următorul lanț causal: *proprietatea privată* asupra mijloacelor de producție permite funcționarea *piețelor libere*. Pe piețe libere, agenții economici intră în *competiție*, din care se naște *inovarea* (în tehnologie, în marketing, în

asigurări, în bănci etc). Rezultatele acesteia din urmă se concretizează în noi tehnologii și produse, ducând la *creșterea productivității* la niveluri care susțin *democrația*.

În acest lanț causal, libertatea economică și cea politică joacă un rol cheie. Libertatea economică este la capătul din stânga al lanțului causal. Existența ei depinde de faptul că oamenii *nu sunt egali* în ceea ce privește proporția în care dețin capitalul, iar drepturile de proprietate ale fiecărui individ sunt clare. Fiecare este liber să facă ceea ce dorește cu capitalul pe care îl deține. Dacă, prin absurd, a existat un moment în care toți oamenii au deținut capital în proporții egale, deciziile libere de investire pe care le-au luat au dus fie la acumularea a mai mult capital fie la erodarea sau pierderea lui.

Cei care stabilesc cine are dreptul să dețină capitalul și mijloacele de producție sunt consumatorii. “Când spunem despre societatea capitalistă - scrie Mises - că este o democrație a consumatorilor, înțelegem că dreptul de a dispune de mijloacele de producție, care aparține patronilor de întreprinderi și capitaliștilor, se poate obține numai prin votul consumatorilor, vot reînnoit în fiecare zi pe piață. Fiecare copil care preferă o jucărie unei alteia pune votul său în cutia cu voturi, care în cele din urmă decide cine va fi ales căpitan al industriei. Adevărat, nu există egalitate a votului în această democrație; unii au voturi multiple. Dar puterea de vot mai mare pe care deținerea unui venit mai mare o implică poate fi dobândită și menținută numai prin testul alegerilor. Faptul că consumul celor bogați cântărește mai greu în balanță decât consumul celor mai săraci – deși există o puternică tendință de a supraestima considerabil cantitatea consumată de clasa care o duce bine în raport cu consumul maselor – este în sine un „rezultat al alegerilor”, din moment ce într-o societate capitalistă bogăția poate fi achiziționată și menținută numai printr-un răspuns corespunzător cerințelor consumatorului. Astfel, bogăția unui om de afaceri de succes este întotdeauna rezultatul unui plebiscit al consumatorului, și, odată achiziționată, această bogăție poate fi reținută numai dacă este folosită (employed) în modul văzut de consumatori ca cel mai benefic pentru ei. Omul mediu este atât mai bine informat cât și mai puțin coruptibil în deciziile pe care le ia ca și consumator și nu ca votant la alegerile politice.” (Mises, 1951, p. 21).

Piețele furnizează un sistem de prețuri, care este singurul sistem de informare a agenților economici asupra consecințelor deciziilor pe care aceștia le iau⁴⁴. Garanția că acest sistem de informare este corect este concurența între agenții economici. Cu o astfel de informare, în mod rațional, investițiile sunt îndreptate spre cele mai eficiente inovații. Încorporarea noilor

⁴⁴ La nivel logic, această opțiune este corectă deoarece este singura care permite să producem eficient. Nu a fost de la început limpede prin ce mijloace se poate produce eficient. În economia de piață liberă, deciziile de producție se iau pe baza sistemului de prețuri. Schimbarea prețurilor indică oportunitățile profitabile pentru investiții. În socialism, sistemul de prețuri nu poate exista (spunea Mises în 1920) decât artificial. El practic nu există. Maurice Dobb, susținător al planificării centralizate, a susținut că problema calculării nu pune nicio dificultate socialismului. Mai târziu, Lange și Taylor au scris o serie de articole în anii 30, arătând că un sistem socialist fără capitaliști ar rezolva problema sistemului de prețuri în socialism. Ideea că un sistem cu foarte multe ecuații ar putea fi rezolvat cu ajutorul computerelor pentru a arăta starea de echilibru în socialism a fost demontată de Hayek. Această problemă a calculației a rămas deschisă din moment ce se putea concepe un socialism cu economie de piață, cum ar fi socialismul cooperativ, în care firmele sunt în totalitate deținute de muncitori. Problema calculației, ridicată de Mises rămâne nerezolvată, din moment ce socialismul cooperativ nu poate exista (vezi argumentele aduse în acest sens de David Gordon (1990) în critica sa adusă lucrărilor care definesc ceea ce se numește marxism analitic (cu reprezentanții de frunte, sociologul Elster (1985), economistul Roemer (1958), și filozoful Cohen (1978, 2000), Przeworsky (2003) și alții.

tehnologii în producție crește productivitatea de care are nevoie democrația pentru a funcționa. Iar democrația asigură, prin alegeri libere, perpetuarea libertății economice.

Instituind proprietatea publică asupra capitalului, adică egalitatea asupra mijloacelor de producție, socialismul confiscă libertatea de acțiune și inițiativa privată și introduce neclaritate în drepturile de proprietate. În final, aceasta înseamnă că piețele nu sunt libere. Nemaifiind libere, piețele nu mai produc informații corecte despre consecințele deciziilor de alocare a resurselor. Din acest motiv, inovațiile nu mai sunt răsplătite, iar fără inovații, socialismul nu generează suficientă productivitate pentru a satisface dorințele oamenilor (socialismul intră în conflict cu acea parte a omului care dorește).

În acest fel, socialismul și egalitatea economică pe care o promovează ajung în contradicție cu nevoia oamenilor de a fi liberi din punct de vedere economic. Este o primă violare a nevoii omului de a fi respectat. Pornind de la această insatisfacție, oamenii ar putea vota pentru adoptarea libertății economice și pentru reîntoarcerea la proprietatea privată asupra capitalului. Pentru a evita acest lucru, în socialism, confiscarea libertăților politice devine necesară. Confiscând libertatea politică, socialismul încalcă din nou nevoia oamenilor de a fi respectați.

Succinta comparație dintre capitalism și socialism arată că este suficientă schimbarea formei de proprietate asupra capitalului pentru a face ca lanțul causal care duce la prosperitate și democrație să ducă la sărăcie și totalitarism. Nu este nimic magic în forma de proprietate. Este doar faptul că proprietatea privată se potrivește cu natura umană, în timp ce proprietatea comună nu se potrivește. Proprietatea socialistă se bazează pe negarea nevoii de libertate economică a omului (și, implicit pe negarea nevoii omului de a fi respectat) și pe inventarea nevoii (false) de egalitate economică a individului.

Pe baza celor de mai sus, concluzia pe care am menționat-o în text privind exploatarea muncii în capitalism a fost că „natura umană ne arată că problema corectă nu este „egalitate economică și libertate”, așa cum au formulat-o teoreticienii socialismului, ci „egalitate economică sau libertate”, așa cum a sugerat Erik Ritter von Kuehnelt-Ledin (1952). Socialismul ne-a arătat în mod credibil că egalitatea economică și libertatea politică nu pot coexista și că dacă alegem „egalitatea” economică ne pierdem libertatea politică”.

Câteva concluzii despre socialism, reglementare și natura umană

Poate că paralela dintre socialism și reglementarea de tipul comandă și control sugerată în text pare nedreaptă. Dar, pe baza argumentelor aduse în secțiunea a doua din text, putem spune că există minimul de ingrediente necesare pentru a vedea că, în termenii lecțiilor pe care le avem încă de învățat, nu este nedreaptă.

Socialismul a încercat, dar nu a reușit să elimine ciclicitatea și “forțele stihinice ale pieței” pentru că nu a putut (și nici nu avea cum) să schimbe natura umană, deși a încercat să producă “un om nou”. În mod similar, reglementarea de tipul comandă și control nu poate controla euforia, principalul factor al ciclicității economice, deoarece nu poate schimba natura umană.

Ca și socialismul, reglementarea de tipul comandă și control poate doar să limiteze, pentru o perioadă, cum a mai făcut-o, libertatea de alegere a oamenilor, indiferent dacă este prociclică sau nu. Dar, ca și în cazul socialismului, exact limitarea libertăților de alegere va determina sfârșitul reglementării de tipul comandă și control.

În sfârșit, marxiștii analitici au încercat să împacă socialismul cu libertatea economică, în încercarea de a-l salva, prin acceptarea pieței și propunerea socialismului cooperativ, în care toate întreprinderile sunt deținute de angajați. Un fel de economie de piață fără capitaliști, care nu poate funcționa deoarece drepturile de proprietate nu sunt clare.

În mod similar, înăsprirea reglementării de tipul comandă și control ar putea fi înțeleasă, la limită, ca un fel de capitalism fără economie de piață liberă. Această înăsprire nu va aduce rezultatele scontate deoarece va reduce concurența și va falsifica prețul riscului.

Anexa 2: Reglementarea înainte de criză

Așa cum arătăm în text, natura umană ne informează că reglementarea nu este o soluție viabilă pentru temperarea ciclului financiar sau pentru realizarea stabilității financiare. În mod particular, reglementarea de tipul „comandă și control” (în industria bancară – cea mai reglementată industrie – sau în alte industrii), are un impact major asupra libertății de alegere a oamenilor.

Aceasta nu este o concluzie exclusiv a economiștilor, ci a unui public mult mai larg. În mod obișnuit, când se referă la reglementare, economiștii vorbesc de costul acesteia (regulatory burden) și de eficiența acesteia. Dacă nu împărtășesc ideile neoclasice, rareori economiștii fac referiri la coerciție, ca la o formă de exprimare a îngrădirii libertății. Astfel, cele două puncte centrale ale criticii reglementării – costul și coerciția – introduse de Stigler (1971), rareori vor fi regăsite împreună în analize ale economiștilor cu viziuni afate la cele două capete ale spectrului doctrinar. De exemplu, rareori va fi acceptat de postkeynesiști că „statul are o resursă de bază care în pur principiu nu este împărțită nici chiar cu cel mai puternic dintre cetățenii săi: puterea de coerciție” (Stigler, 1971, p.4)

O mult mai bună și poate imparțială informare despre percepția oamenilor privind îngrădirea libertății vine de la analizele pe care le fac cercetătorii din alte domenii. În scopul acestui studiu am ales să cităm nu atât referirile la reglementarea de tipul „comandă și control” din revistele economice, ci pe cele din revistele juridice, care au o mult mai mare capacitate de a surprinde trendurile din societate. O astfel de informare vine de la Short (2007), care a explorat 1359 articolele referitoare la reglementarea de tipul „comandă și control” scrise între 1980 și 2005.

Poate surprinzător pentru unii economiști, frecvența argumentelor împotriva reglementării de tipul „comandă și control” (în general, nu neapărat a celei din sectorul bancar) nu s-au referit în primul rând la cost și la ineficiență, ci la coerciție, la anacronism și birocrăție (Short, 2007, p. 25). Costul reglementării se clasează pe locul al patrulea. Frecvența înaltă referitoare la coerciție apare într-o perioadă de relaxare a reglementărilor (în sectorul bancar sau în alte sectoare). Short subliniază că distribuția articolelor (64 pentru, 666 împotriva și 659 neutre) arată că nu este vorba doar de o dezbatere despre reglementare ci în special o critică a reglementării (Short, 2007, p. 24, notă de subsol 11).

Frecvența înaltă a referirilor la coerciție arată că eliminarea unora dintre „îmbunătățirile” aduse reglementării financiare după criza din perioada 1929-1933 devenise necesară, mai întâi de toate, pentru a permite sistemului capitalist să rămână în armonie cu nevoia de libertate a omului. Dereglementarea începută la mijlocul anilor '80 a redat libertății de alegere ceva din spațiul confiscat până atunci de reglementarea de tipul „comandă și control”.

În ciuda dereglementărilor începute în anii '80, reglementarea a rămas, în esența ei, de tipul comandă și control. Această caracteristică este evidențiată de faptul că numărul articolelor apărute în reviste juridice⁴⁵ referitoare la reglementarea de tipul „comandă și control” a

⁴⁵ Revistele juridice au un caracter mult mai interdisciplinar decât alte reviste academice, ceea ce le conferă o capacitate mai bună de identificare a trendurilor în societate.

crescut în SUA de la mai puțin de 10 pe an înainte de 1984 la peste 100 pe an în perioada 1998-2005 (Short, p. 23). Toate aceste articolele au reflectat discutarea unor reforme care „sunt de patru categorii: (1) dereglementare⁴⁶; (2) reglementare bazată pe obligații (liability-based regulation)⁴⁷; (3) reglementare bazată pe piață⁴⁸; și (4) auto-reglementare⁴⁹” (Short, 2007, p. 19). Dintre toate aceste alternative de reforme discutate, cea mai multă atenție au primit reglementarea bazată pe piață și autoreglementarea (Short, 2007, p. 30).

Dinamica acestor articole arată că a existat un proces în plină desfășurare de „explorare a bazelor alternative pe baza cărora să reglementăm” (Short, 2007, p. 19). Discuția sugerează o slăbire a argumentului „interes public” în justificarea statului ca reglementator, mai ales în legătură cu coerciția. Fiind menționat în reviste juridice, acest aspect vizează mai ales critica societății la adresa modului în care reglementarea de tipul „comandă și control” afectează libertatea entităților.

Din păcate, criza actuală pare că a întrerupt această proces. În sectorul bancar în particular, argumentul „interesului public” pare să recâștige teren, oferind, din nou, nu numai justificare pentru reglementarea de tipul „comandă și control”, ci și pentru întărirea ei. Rămâne neclar de ce întărirea reglementării de „comandă și control” va asigura compatibilitatea „interesului public” cu modul în care oamenii își formează percepțiile și atitudinile față de risc. Psihologii au reușit să descifreze reguli importante despre acestea din urmă, dar societatea a reușit să le capteze în foarte mică măsură în sistemele de adoptare a regulilor care guvernează societatea.

Exemplele referitoare la socialism și reglementarea de tipul comandă și control arată că neglijaarea criteriului „natura umană” este o mare eroare. Beneficiile unui proiect trebuie verificate întotdeauna prin prisma compatibilității cu trăsăturile profunde ale omului.

⁴⁶ Argumentează „că afacerile private ar trebui ordonate și disciplinate nu de către guvern, ci de către forțele ofertei și cererii pe piețele existente și de către aranjamentele contractuale ale părților private” (Short, 2007, p. 20).

⁴⁷ „în loc să direcționeze sau să interzică anumite comportamente, aceste abordări țin părțile private responsabile pentru consecințele comportamentelor lor” (Short, 2007, p. 20).

⁴⁸ „Caută să distribuie piața ca instrument reglementator al statului” (Short, 2007, p. 21).

⁴⁹ „În mod specific, ea mută la partenerii privați responsabilitățile în mod tradițional guvernamentale, cum sunt definirea standardelor, monitorizarea și implementarea” (Short, 2007, p. 21).

Bibliografie

Abreu, F. José., Galumhussen, A. Mohamed (2011), The Relationship Between Capital Requirements and Bank Behavior: A Revision in the Light of Basel II, <http://regulation.upf.edu/dublin-10-papers/7A1.pdf>.

Acharya, Viral V., Gujral, Irvind, Shin, H. Song (2009) “Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009,” National Bureau of Economic Research, Working Paper 16896.

Acharya, Viral V., Hamid Mehran, and Anjan Thakor (2010) “Caught between Scylla and Charybdis? Regulating Bank Leverage when there is Rent Seeking and Risk Shifting”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 469, September, *Revised April 2011*.

Agoraki, K. Maria-Eleni., Delis, D. Manthos., Pasiouras, Fotios (2011), „Regulations, Competition and Bank Risk-taking in Transition Countries”, *Journal of Financial Stability*, 5, pp. 38-48.

Angeloni, Ignazio., Faia, Ester (2009), “A Tale of Two Policies: Prudential Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks,” *Kiel Institute for the World Economy Working Papers* 1569.

Admati, R. Anat, DeMerzo, M. Peter, Hellwig, F. Martin, Pfleiderer, Paul (2010), “Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is *Not* Expensive”, *The Rock Center for Corporate Governance at Stanford University working Paper Series No. 86 și Atanford GSB Research Paper No. 2063*, September 30.

Akerlof, A. George; Dickens, T. William; Perry, L. George (1996). *The Macroeconomics of Low Inflation*, Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 1996, No. 1, 1-76.

Awdeh, Ali, El-Moussawi, Chawki, Machrouh (2011), “The Effects of Capital Requirements on Banking Risk”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 66, pp. 134-146.

Bank of Canada (2010), “Strengthening International Capital and Liquidity Standards: A Macroeconomic Impact Assessment for Canada.”

Barros, Gustavo (2010), “Herbert A. Simon and the concept of rationality: Boundaries and procedures”, *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 30, No. 3 (119), pp. 455-472, July-September.

Basel Committee on Banking Supervision (BIS, 2010), “An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements.”

Blanchard, Olivier; Dell’Ariccia, Giovanni; Mauro, Paolo (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note 10/03.

Besanko, David., Kanatas, George (1996), „The Regulation of Bank Capital: Do Capital Standards Promote Bank Safety?”, *Journal of Financial Intermediation*, 5, issue 2, pp. 160-183.

- Blum, Jürg (1999), “Do capital adequacy requirements reduce risks in banking?”, *Journal of Banking and Finance*, 23, pp 755-771.
- Bolton, Patrick, Xavier Freixas (2006), “Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism”, *Review of Financial Studies*.
- Borio, Claudio (2012), *The finance cycle and macroeconomics: What have we learned?*, BIS Working Paper No. 395, December.
- Bowser, R. *Statistical intuitiveness of statisticians*, unpublished manuscript, 1972, citat de Shanteau (1989).
- Calvo, A. Guillermo, Izquierdo, Alejandro, Talvi, Ernesto (2006), “Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises”, NBER, Working Paper 12101.
- Cannata, Francesco, Quagliariello, Mario (2006), “Capital and Risk in Italian Banks: A Simultaneous Equation Approach”, *Journal of Banking Regulation*, 7, pp. 283-297.
- Christiano, Lawrence., Motto, Roberto., Rostagno, Massimo (2010), “Financial Factors in Economic Fluctuations,” *European Central Bank Working Paper* 1192.
- Christiano, J. Lawrence., Trabandt, Mathias., Walentin, Karl (2011), “Introducing Financial Frictions and Unemployment into a Small Open Economy Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, vol. 35 (12), pp. 1999-2041.
- Cohen, A. Gerard (2000), „Karl Marx's Theory of History: A Defence”, Oxford University Press.
- Copaciu, Mihai (2013), *Estimation of an Open Economy DSGE Model with Financial and Employment Frictions for Romania*, Manuscript.
- Copaciu, Mihai (2013), *Business Cycle Accounting for Romania*. In curs de apariție în *Romanian Journal of Economic Forecasting*.
- Clare, D. Andrew (1995), „Using the Arbitrage Pricing Theory to Calculate the Probability of Financial Institution Failure: A Note”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, issue 3, pp. 920-926.
- Croitoru, Lucian (2011), “Three unemployment rates relevant to monetary policy”, *Romanian Journal for Economic forecast* No.3/2011, pp. 213-238.
- Croitoru, Lucian (2012a), “În apărarea piețelor”, Curtea Veche Publishing, București.
- Croitoru, Lucian (2012b), „Politica monetară: ipostaze neconvenționale”, Curtea Veche Publishing, București.
- Croitoru, Lucian (2012c), „În birou la Alan Greenspan”, <http://www.bnro.ro/Puncte-de-vedere-4011.aspx>.

Drehmann, Mathias, Borio, Claudio, Kostas, Tsatsaronis (2012), “Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!”, BIS working Papers No. 380, June.

Elster, Jon (1985), „Making Sense of Marx”, *Cambridge University Press*, Cambridge.

Fischhoff, Baruch. (1982). „Debiasing”, In D. Kahneman, Slavic, Paul, Tversky Amos (Eds.), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases* (pp. 422-t44). New York: Cambridge, citat de Griffin și Tversky (1992)

Fischhoff, Baruch, MacGregor, Don. (1982). „Subjective confidence in forecasts”, *Journal of The Effects of Capital Requirements on Banking Risk Forecasting*, 1, pp. 155-172.

Fukuyama, Francis (1992), “The End of History and The Last Man”, The Free Press, A Division of Macmillan, Inc.

Georgescu, Florin, (2011), „Contribuția politicii prudentiale a BNR în cadrul *mix*-ului de politici economice”, în *Caiete de Studii* 29/2011, BNR.

Gerali, Andrea., Neri, Stefano., Sessa, Luca., Signoretti, M. Federico (2010), “Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area,” Bank of Italy, Economic Research Department, *Temi di Discussione* 740.

Gigerender, Gerd (2012), “Intuiția: inteligența inconștientului”, Curtea Veche Publishing, 2012.

Goodhart, Charles (2010), “The Changing Role of Central Banks”, Prepared for the 9th BIS Annual Conference , *The Future of Central Banking under Post Crisis Mandate*, Lucerne, Switzerland, June 24-25.

Goodhart, Charles, Peiris, M. Udara, Tsomocos, D. Panayotis, Vardoulakis, P. Alexandros (2010), “On Dividend Restrictions and the Collapse of the Interbank Market,” *Annals of Finance*, pp. 455-473, February.

Gordy, B., Michael, Howells, Bradley (2006), “Procyclicality in Basel II:Can We Treat the Disease Without Killing the Patient?”, *Journal of Financial Intermediation*, 15, 395-417.

Gordon, David (1990), “Restructuring Marx: The Analytical Marxists on Freedom, Exploitation, and Justice”, Transaction Books.

Griffin, Dale and Tversky, Amos (1992), „The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence”, *Cognitive Psychology* 24, pp. 411-435.

Greenspan, Alan (1963), „The Assault on Integrity”, the *Objectivist Newsletter*, August 1963; reprinted in *Capitalism: the Unknown Ideal*, edited by Ayn Rand, New York: Signet, 1967, pp. 118-121.

Greenspan, Alan (2002), „Cyclicality and banking Regulation”, *Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, May 10.

- Greenspan, Alan (2008a), "Greenspan Testimony on Sources of Financial Crisis", *The Wall Street Journal*, October 23.
- Greenspan, Alan (2008b), „The age of Turbulence: Adventures in a New World”, *The Penguin Press*.”
- Haldane, Andrew (2012a), "The Doom Loop", *LRB*, Vol. 34, No. 4, February 23.
- Haldane, Andrew and Madouras, Vasileios (2012b), "The Dog and the frisbee", paper Given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36 economic policy symposium *The Changing Policy Landscape*, Jackson Hole, Wyoming, 31 August.
- Hanson, Samuel, Kashyap, K., Anil, Stein, C., Jeremy (2010), "A macroprudential approach to Financial Regulation" (paper prepared for the *Journal of Economic Perspective*).
- Hayek von, Friedrich (1988), "The Fatal Conceit: Errors of Socialism", Routledge.
- Heath, Chip, Tversky, Amos (1991), "Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choise under Uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, pp. 5-28.
- Iancu, Aurel (2013), "Extending Financialisation and Increasing Fragility of the Financial System", The National Institute of Economic Research, Working Papers, <http://www.ince.ro/>.
- Isărescu, Mugur (2009), „Contribuții teoretice și practice în domeniul politicilor monetare și bancare”, Editura Academiei Române, pp. 346-360.
- Isărescu, Mugur (2012a). *Monetary Policy During Transition. How to manage paradigm shifts*, Presentation delivered at the 23rd Annual Conference of the European Association for Banking and Financial History ([http://www.bnro.ro/Conferinta-anuala-a-European-Association-for-Banking-and-Financial-History-E.V.-\(EABH\)--8212.aspx](http://www.bnro.ro/Conferinta-anuala-a-European-Association-for-Banking-and-Financial-History-E.V.-(EABH)--8212.aspx)), 7-9 June.
- Isărescu, Mugur (2012b), "The Future of the International Banking System", *Prezentare făcută la Conferința de la București a Clubului de la Roma*, p. 3.
- Jackson, Patricia (1999), "Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basle Accord", Basle Committee on Banking Supervision Working Paper No. 1, April.
- Kahneman, Daniel, Tversky, Amos (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47(2), pp. 263-291, March.
- Kahneman, Daniel (2012), "Gândire rapidă, gândire lentă", Editura Publica.
- Kashyap, K., Anil, Stein, C., Jeremy (2004), "Cyclical implications of the Basel II capital standards", *Economic Perspective*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1Q, pp.18-32.
- Kashyap, K., Anil, Rajan, G., Raghuram, Stein, C., Jeremy (2008), "Rethinking Capital Regulation", Paper prepared for *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jackson Hall, Wyoming, August 21-23.

Keen, Steve (1995). *Finance and Economic Breackdown: Modeling Minnsky's "Financial Instability Hypothesis"*, Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1995, Vol. 17, No. 4.

Kim, Daesik., Santomero M. Anthony (1988), „Risk in Banking and Capital Regulation” *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 5. (Dec.), pp. 1219-1233.

Keynes, M. John (1937), “The General Theory of Employment”, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, No. 2 (Feb., 1937), pp. 209-223, The MIT Press.

Knight, Frank , “Risk, Uncertainty and Profit”, Boston, Houghton Mifflin, 1921.

Koehn, Michael., Santomero, M. Anthony (1980), „Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk”, *Journal of Finance* 35, pp. 1235-1250

Kuehnelt-Leddin, Erik R. Von (1952), “Liberty or Equality: The Challenge of our Time”, *The Caxton Printers Ltd.*

Lavoie, Don; Storr, H. Virgil (2011), “Distinction or dichotomy: Rethinking the line between thymology and praxeology”, *Rev Austrian Econ*, 24, Springer, pp. 213-233.

Minsky, P. Hyman (1986), “Stabilising an Unstable Economy”, New Haven, Yale University Press.

Minsky, P. Hyman (1993), “The Financial Instability Hypothesis”, Working Paper No. 74 (May 1992), in *Handbook of Radical Political Economy*, Philip Arestis and Malcom Sawyer (ed.), Edward Elgar (1993).

Mises, Ludwig von (1951), “Socialism: An Economic and Sociological Analysis”, New Haven, Yale University Press.

Ostry, D. Jonathan, Ghosh, R. Atish, Habermeier, Karl, Laeven, Luc, Chamon, Marcos, Qureshi, S. Mahvash, Kokenyne, Annamaria (2011), „Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, IMF Staff Discussion Note (April 5).

O’Sullivan, K.P.V., Flannery , Darragh (2011), “A Discussion on the Resilience of Command and Control Regulation within Regulatory Behaviour Theories”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927500

Palmer, G. Tom (2012) “The Origins of State and Government”, *Cato’s Letter*, Vol. 10, No. 4, Fall.

Porter, E. Michael (1990), “The competitive advantage of Nations”, New York, Free Press.

Prescott, Edward (2009), “The Financial Crisis and Its Consequences”, Power-point presentation, Bucharest, June 23.

Prescott, Edward (1999), „Some Observations on the Great Depression”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* Winter, Vol. 23, No. 1, pp. 25-31.

Przeworsky, Adam (2003), “States and Markets; A Primer in Political Economy”, Cambridge.

Qureshi, S. Mahvash, Ostry, D. Jonathan, Ghosh, R. Atish, Chamon, Marcos (2011), "Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies", NBER Working Paper No. 17363 (August).

Repullo, Rafael, Suarez, Javier (2009), "The Procyclical Effects of Basel II", CEPR Discussion Paper 6862.

Repullo, Rafael, Saurina, Jesús, Trucharte, Carlos (2010), "Mitigating the Pro-cyclicality of Basel II", Paper prepared for the conference *The Future of Regulatory Reform*, London, October 4th.

Roemer, John (1982), "A General Theory of Exploitation and Class", Cambridge: Harvard University Press.

Scott, Roger., Vlcek, Jan (2102), "Macrofinancial Modeling at Central Banks> Recent Developments and Future Directions", IMF Working Paper WP/12/21.

Short, Jodi (2007), "Governing Without Commands or Controls: Self-Regulation as Regulatory Reform and Justification" *Paper presented at the annual meeting of the American Sociological Association, TBA, New York, New York City, Aug 11, 2007* <Not Available>. 2012-06-23 <http://www.allacademic.com/meta/p184998_index.html>

Simon, Herbert (1956), "Rational Choice and the Structure of The Environment", *Psychological Review*. March 1956, 63, 129-138.

Slovic, Paul. "Toward understanding and improving decisions", in W.C. Howell & E.A. Fleishman (eds.) *Human performance and productivity, Vol. 2* (Hillsdale: Erlbaum, 1982), citat de Shanteau, 1989.

Slovic, Paul., Fischhoff, Baruch., & Lichtenstein, Sarah (1977), „Behavioral decision theory”, *Annual Review of Psychology*, (1977) No. 28, pp. 1-39.

Shanteau, James (1989), "Cognitive Heuristics and Biases in Behavioral Auditing:Review, Comments And Observations", *Accounting, Organizations and Society 14(1/2)*, pp. 165-177, 1989.

Stolz, M. Stéphanie (2007), "Capital and Risk Adjustments after an Increase in Capital Requirements", in: Snower D (Ed) *Bank Capital and Risk-taking: The Impact of Capital Regulation, Charter Value and the Business Cycle*. Springer, pp.30-77.

Stigler, J. George (1971), "The Theory of Economic Regulation", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1 (Spring), pp. 3-21.

Stiglitz, Joseph (2001), „Principles of Financial Regulation: A Dynamic Portfolio Approach”, *The World Bank Research Observer*, Spring, pp. 1-18.

Tversky, Amos., Kahneman, Daniel (1971), "The belief in the "law of small numbers", *Psychological Bulletin*, pp. 105-110.

Tversky, Amos and Kahneman, Daniel (1974), „Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157. (Sep. 27), pp.1124-1131.