

LUCIAN
CROITORU

Sfârșitul
reglementării
și
ultimul
reglementator

Cuprins

Mulțumiri	9
Sinteză	13
INTRODUCERE	23
CAPITOLUL 1	
Nu reglementarea liberală, ci natura umană este cauza fluctuațiilor economice	31
1.1. Ciclul financiar și viziunile noastre subiective.	36
1.2. Omul, atitudinea față de risc și ciclul economic	40
1.3. Limitele endogene și atitudinea față de risc	42
1.4. Politicile macroeconomice nu pot combate euforia	45
1.5. Limitele exogene (reglementarea) și atitudinea față de risc	47
1.6. Câteodată, „mai mult“ înseamnă „mai puțin“.	52
CAPITOLUL 2	
Iluzia efectelor stabilizatoare ale reglementării de tip „comandă și control“	57
2.1. Reglementarea accelerează inovațiile financiare	61
2.2. Cerințele de capital sunt mereu insuficiente	63
2.3. Cerințele de capital stimulează încrederea și, astfel, asumarea riscurilor	66
CAPITOLUL 3	
Mecanismul euforiei	69
3.1. Probabilitățile subiective	71
3.2. Euristică reprezentativității și cauza crizei.	73
3.3. Supraîncrederea	75
3.4. Estimarea probabilităților în sectorul financiar și în sectorul nefinanciar	76
3.5. Euforia în sectorul real și transmiterea ei în sectorul financiar	78

CAPITOLUL 4	
Piețele sunt atât euforice, cât și raționale.	83
CONCLUZII.	89
ANEXA 1	
Socialismul și natura umană.	95
ANEXA 2	
Reglementarea înainte de criză	103
ANEXA 3	
În birou la Alan Greenspan.	109
1. Un dolar puternic	111
2. O nouă profeție?	113
3. Drumul spre următoarea criză majoră	117
4. Un bancher central și euforia	119
5. Euforia și reglementarea	121
ANEXA 4	
Capcana lichidității, democrația și independența băncii centrale	127
1. Introducere	129
2. Instrumentele convenționale — temporar pierdute	129
3. „Iresponsabili“ de ultimă instanță	131
4. Relaxările cantitative, pierderile și independența băncii centrale	134
5. Operațiunile cvasifiscale și independența operațională a băncii centrale.	138
6. Dezbaterile privind structura de guvernare a băncii centrale.	140
7. Sunt dezirabile două structuri de guvernare?	142
8. O altfel de soluție	144
Această carte, pe scurt.	147
Bibliografie	151

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 (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 Anexa 1). Mises, Hayek, Friedman, 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-Leddihn (1952).

În mod similar, întărirea reglementării nu este o soluție viabilă împotriva crizelor financiare. Reglementarea de tip „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 tip „comandă și control“, centrată pe două elemente: cost și coerciție (ambele elemente ale criticii au fost introduse de Stigler, încă din 1971). În revistele juridice, argumentul împotriva reglementării de tip „comandă și control“ (folosit cu frecvența cea mai mare în perioada 1980–2005) a fost coerciția (Short, 2012, p. 668–670). Frecvența înaltă a utilizării 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 de criza din 2007 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, precum: instrumentele bazate pe piață, cele bazate pe obligații (*liability*), autoreglementarea și instrumentele educaționale (OECD, 2002; OECD, 2006; 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 presează pentru reforma reglementării (printre care reducerea coerciției joacă un rol central), piețele și reglementatorii au cerut întărirea reglementării de tip „comandă și control”. Motivele și presiunile pentru acest răspuns al reglementatorilor sunt, probabil, diverse și pot fi explicate de teorii ale reglementării diferite.

Privind din postura unor *reglementatori ai interesului public*, presiunea pentru întărirea reglementării și pentru adoptarea de reglementări de tip „comandă și control” apare de la capacitatea acestora din urmă de a evita erorile de tipul II¹ și de la incertitudinea privind tehnicile alternative de reglementare (OECD, 2002; OECD, 2006; 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 tip „comandă și control”, ce 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.

¹ 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.

Pe de o parte, în linie cu abordarea tradițională privind scopul reglementării², el țintește să facă solvabilitatea sistemului bancar mai puțin vulnerabilă la ciclul afacerilor, comparativ cu perioada premergătoare crizei financiare izbucnite în 2007³. Soluția adoptată este creșterea la niveluri foarte mari a cerințelor de capital⁴, 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 economic⁵, prin reglementarea mai strictă a unor operațiuni financiare. În această viziune, aplatizarea ciclului economic s-ar putea

² În abordarea tradițională, 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.

³ De exemplu, în BIS (2010) se estimează că o creștere de 2 puncte procentuale a ratelor de capital de la 6 la 8 la sută ar reduce probabilitatea unei crize financiare de la 4,9 la sută la 2,9 la sută. De asemenea, Bank of Canada (2010) a estimat că aceeași creștere a ratei de capital ar produce câștiguri pentru economia Canadei de aproximativ 2 la sută din PIB (Admati et al., 2010).

⁴ Reglementarea capitalului înseamnă, pe lângă creșterea directă a cerințelor privind ceea ce se cheamă equity, și alte forme, pe care nu le vom examina aici în mod distinct. De exemplu, Acharya et al. (2011), Acharya et al. (2010), Goodhart et al. (2010), Admati et al. (2010) și Haldane și Madouros (2012) au propus restricționarea plății dividendelor sau restricționarea remunerării managerilor cu acțiuni, remunerare care stimulează asumarea de riscuri crescute. Admati et al. (2010) au propus obligativitatea emisiunii de acțiuni în anumite cazuri, evident pentru a evita alte forme de conformare cu cerințele de capital, cum ar fi procesul de deleveraging. Aceste forme ale reglementării capitalului încalcă grav libertatea de alegere a băncilor și, din fericire, nu se regăsesc în actualul format al Basel III.

⁵ 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 fiind eliberate resurse pentru contracararea unei căderi a cererii private; b) evitarea căderii unor entități al căror faliment ar antrena alte falimente; c) reducerea hazardului moral, prin creșterea expunerii la pierderi a proprietarilor sau finanțatorilor băncilor. Expuși la aceste pierderi, proprietarii vor exercita o mai bună guvernanta asupra managementului, pentru a-l împiedica să-și asume riscuri excesive; d) legarea strânsă a capitalului băncilor 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 et al. (2008, pp. 19–21) au arătat că această viziune tradițională privind reglementarea are patru limite majore: 1) vulnerabilitatea alinierii *ex ante* a sistemului de stimulente la inovațiile rapide și la așa-numitele *conflicte de agenție*, consecința fiind 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 stres financiar; 3) arbitrarea reglementărilor prin crearea de noi instrumente în acest scop; 4) costurile relativ înalte ale capitalului.

realiza nu numai prin ajustarea contraciclică discreționară a cerințelor de capital, așa cum prevede Basel III⁶, ci și prin reducerea caracterului liberal al reglementării. În această secțiune, vom analiza în ce măsură este natura umană compatibilă cu această viziune.

1.1. Ciclul financiar și viziunile noastre subiective

Modificările în reglementarea sectorului financiar ar putea influența ciclul de afaceri, dacă reglementarea ar fi un factor al evoluției acestuia. Dar este reglementarea un astfel de factor? Teoria și modelele neoclasiche susțin, începând cu Frisch (1933) și culminând cu cei mai de seamă economiști care au produs modele 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 cauzate de politici, inclusiv de 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 foarte 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, Schumpeter, Keynes și Fisher au considerat că ciclurile sunt endemice în capitalism.

O modalitate de a înțelege ciclul de afaceri fără a apela la noțiunea de șocuri a fost explicarea ciclicității economiei prin intermediul ciclului financiar. De-a lungul timpului, ciclul financiar a fost considerat o cauză

⁶ 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) a propune metode nediscreționare de eliminare a prociclicității. Pentru detalii, vezi Kashyap și Stein (2004), Gordy și Howells (2006), Repullo și Suarez (2008), Repullo et al. (2010) și Hanson et al. (2010).

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

Dintre aceștia, Minsky (1986, 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 reia⁷. 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 proiectate să țină funcționarea economiei în limite rezonabile.“
Una dintre recomandările 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 DSGE⁸. O altă cale, potențial mult mai productivă, este aceea de a aprofunda înțelegerea trăsăturilor ciclului financiar și a rolului său

⁷ Pentru o descriere succintă a „excursiei“ Minsky, vezi Keen (1995) și Croitoru (2012b).

⁸ Contribuții notabile vin de la Angeloni și Faia (2009), Christiano et al. (2010) și Gerali et al. (2010). În România, rolul fricțiunilor financiare în criza actuală a fost studiat de Mihai Copaciu (2013a), care a adaptat și estimat modelul lui Christiano et al. (2011a) pentru economia românească. El a subliniat că rolul primordial în explicarea scăderii PIB în România pe parcursul crizei (Q3/2008 – Q3/2010) a revenit șocurilor permanente și temporare de productivitate (Copaciu, 2013b). Cea mai recentă cercetare privind modelele stocastice dinamice de echilibru general a fost făcută de Scott și Vleck (2012).


Această carte nu neagă nevoia de reglementare în sectorul financiar sau în alte sectoare. Ea doar atrage atenția că, pentru a conduce la rezultatele dorite, reglementarea trebuie să fie compatibilă cu natura umană. Natura umană ne spune cu precizie unde trebuie să fie poziționată reglementarea. Din *dorința omului de a fi respectat* rezultă că reglementarea este strict necesară pentru a asigura următoarele obiective: 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 încalcă dreptul la liberă alegere).

Dorința, rațiunea și thymos-ul corect interpretate arată că reglementarea care asigură atingerea acestor obiective este cea optimă. O reglementare insuficientă pentru realizarea obiectivelor menționate sau una excesivă alterează semnificativ libertatea de alegere și îi determină pe agenții economici să lupte pentru eliminarea ei pe cale democratică. Această luptă arată că reglementarea de tip „comandă și control” nu e sustenabilă. Natura umană ne informează că are nevoie de un mod de a reglementa care să preserve libertatea de alegere. În sfârșit, ideea noastră este că *dorința, rațiunea și thymos-ul* modelează reglementarea, astfel încât, pe termen lung, aceasta să se îndrepte cu necesitate către optimul său.



P R O F I T



CURTEA  VECHÉ

Pentru a comanda online sau pentru lista completă a titlurilor publicate la Curtea Veche, vizitează www.curteaveche.ro

începi să afli

ISBN 978-606-588-548-6



9 786065 885486