



---

**FINANȚELE ȘI  
SOCIETATEA BUNĂ**

---





ROBERT J.  
**SHILLER**

LAUREAT AL PREMIULUI NOBEL PENTRU ECONOMIE 2013

---

**FINANȚELE ȘI  
SOCIETATEA BUNĂ**

---

Traducere din engleză de  
Smaranda Nistor



PUBLICA

The original title of this book is:  
*Finance and the Good Society*, by Robert J. Shiller

Copyright © 2012 by Princeton University Press.

© Publica, 2014, pentru ediția în limba română.

Toate drepturile rezervate. Nicio parte din această carte nu poate fi reprodusă sau difuzată în orice formă sau prin orice mijloace, scris, foto sau video, exceptând cazul unor scurte citate sau recenzii, fără acordul scris din partea editorului.

ISBN 978-606-722-000-1

**Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României**

**SHILLER, ROBERT J**

**Finanțele și societatea bună** / Robert J. Shiller ;

trad.: Smaranda Nistor. - București : Publica, 2014

Bibliogr.

ISBN 978-606-722-000-1

I. Nistor, Smaranda (trad.)

336

**EDITORI:** Cătălin Muraru, Silviu Dragomir

**DIRECTOR EXECUTIV:** Bogdan Ungureanu

**DIRECTOR EDITORIAL:** Doru Someșan

**DESIGN:** Alexe Popescu

**CORECTURĂ:** Tudorița Șoldănescu, Rodica Crețu

**DTP:** Florin Teodoru

# CUPRINS

Prefață la ediția curentă .....	7
Prefață .....	17
Introducere .....	33

## PARTEA ÎNTÂI: Roluri și responsabilități

1. Directori generali .....	65
2. Administratori de investiții .....	81
3. Bancheri .....	101
4. Bănci de investiții .....	117
5. Instituții de creditare ipotecară și securitizare a creanțelor .....	127
6. Traderi și formatori de piață .....	141
7. Asigurători .....	155
8. Creatori de piețe și ingineri financiari .....	165
9. Furnizori de instrumente financiare derivate .....	177
10. Avocați și consultanți financiari .....	189
11. Lobbyiști .....	201
12. Reglementatori .....	213
13. Contabili și auditori .....	223
14. Educatori .....	229
15. Finanțatori ai bunurilor publice .....	237
16. Guvernanți însărcinați cu stabilizarea economiei .....	245

17. Fiduciar și administratori ai organizațiilor nonprofit .....	259
18. Filantropi .....	269
<b>PARTEA A DOUA: Finanțele și nemulțumii ei .....</b>	<b>277</b>
19. Finanțele, matematica și frumosul .....	281
20. O clasificare: finanțisti contra artiști și alți idealisti .....	287
21. Un imbold spre asumarea riscului .....	293
22. Un imbold spre convenționalism și familiaritate .....	299
23. Datoria și efectul de pârghie al supraîndatorării .....	313
24. Câteva stimulente nefericite ale purtării mizerabile .....	329
25. Semnificația speculației financiare .....	345
26. Bulele speculative și costul lor pentru societate .....	365
27. Inegalitate și nedreptate .....	381
28. Probleme cu filantropia .....	399
29. Dispersarea proprietății asupra capitalului .....	423
30. Marea iluzie – atunci și acum .....	443
<b>Epilog – finanțele, puterea și valorile umane .....</b>	<b>463</b>
<b>Referințe .....</b>	<b>479</b>
<b>Note .....</b>	<b>503</b>

# Prefață la ediția curentă

Chiar în timp ce sunt pe punctul de a trimite la tipar această ediție a cărții *Finanțele și societatea bună*, zeci de mii de tineri din toată lumea se pregătesc să urmeze cursuri universitare de economie și finanțe, în timp ce încă și mai mulți tineri sunt pe cale să înceapă o carieră profesională care îi va determina să ia parte, într-un fel sau altul, la activități financiare. Toți acești oameni alcătuiesc auditoriul cel mai semnificativ pentru ediția curentă a cărții mele, ajutându-i să-și chibzuiască rolul care le revine într-o lume tot mai extinsă a capitalismului financiar.

Deși nu e nimic nou sau deosebit în faptul că noile generații de studenți și tineri profesioniști își ocupă locurile în săli de curs și în birouri – fie ele în corporații, societăți nonprofit sau în organisme de reglementare –, anii din urmă au adus ceva foarte nou legat de cultura în care ei vor învăța. Ce vreau să spun este că rolul jucat de noile tehnologii financiare în precipitarea crizei prin care trecem a devenit o chestiune de preocupare nu doar publică, ci și intelectuală. Cu toate că mișcările de protest „Occupy Wall Street“ și „Occupy London“, la fel ca variantele lor ușor diferite, au devenit de domeniul trecutului, moștenirea lor de mânie și atitudine critică dăinuie în continuare.

Mânie nutrește și azi un segment major al publicului larg din toată lumea. Mânie față de bancheri, brokeri, administratori ai fondurilor de investiții, brokeri de credite ipotecare, emitenți de produse financiare derivate și toată acea armată de oameni din domeniile legate de circulația banului, care, după cum pare să creadă mai toată lumea, au creat bula financiară în urma căreia ei s-au îmbogățit, iar noi, ceilalți, am sărăcit.

Protestatarii „ocupați” și-au părăsit corturile ridicate în centrele financiare din întreaga lume, dar în sufletele oamenilor resentimentele continuă să mocnească și rămâne viu scepticismul în fața soluțiilor financiare avansate, ceea ce e foarte probabil să producă noi izbucniri de nemulțumire fățișă.

Comunitatea financiară a fost cea care a creat criza financiară în urma căreia, din 2007 încoace, s-a diminuat prosperitatea economică a unui număr atât de mare de oameni de pe tot globul? Mai precis, practicile financiare moderne, așa cum le vedem în ceea ce fac firmele extrem de cunoscute ca Goldman Sachs sau Société Générale, Sberbank sau HSBC, susțin sau subminează țelurile unei societăți sănătoase, ale unei democrații de piață clădite pe prosperitate și echitate pentru toate clasele societății? Altfel spus, care este rolul adecvat al unui sector financiar robust în promovarea societății bune?

Acestea sunt întrebările care au motivat munca investită în cartea de față, începând cu Conferința Walter E. Edge pe care am susținut-o în 2010 la Universitatea Princeton; continuând cu discursul plenar susținut de mine în 2010 în fața Adunării Generale a Organizației Națiunilor Unite, în deschiderea celei de-a 65-a sesiuni a Comitetului Economic și Financiar; și terminând cu cele douăzeci de prelegeri pe tema piețelor financiare pe care le-am susținut în fața propriilor mei studenți de la Universitatea Yale, dar și în fața lumii, prin programul Open Yale, oferit gratuit pe internet. Pornind de la aceste prelegeri, iar apoi continuând cu publicarea în 2012 a primei ediții a acestei cărți, cu recenziile care i s-au făcut, cu o serie de articole și comentarii editoriale ulterioare, cu adoptarea și discutarea cărții în cadrul cursurilor de finanțe, și cu o serie de conferințe susținute în mediul academic și în cel de afaceri, cartea de față a servit drept temă nodală pentru o dezbatere care încă nu s-a încheiat. Dezbaterea se află în diverse puncte și devine când



înfierbântată, când iluminată – ceea ce n-o împiedică să rămână totuși un dialog.

Cineva, nu se știe cine (căci părerile rămân împărțite în privința autorului), a spus odată despre cărți, ca opere de artă sau de știință, că „nu sunt niciodată încheiate, ci pur și simplu lăsate deoparte“. Un autor trebuie să se oprească la un moment dat, dar procesul de reflecție pe care o carte îl inițiază nu se termină de fapt niciodată. El este dus mai departe de nenumărați alții și se întrepătrunde cu gândirea din alte cărți și alte noi dialoguri publice.

Această carte este despre progres și schimbare și, chiar mai mult decât în cazul majorității cărților, se dorește a fi un subiect care deschide o dezbatere. În acest spirit – cel al discuției, al colaborării și al dialogului, care conduce spre invenție și schimbare – îi invit pe studenții la finanțe și pe tinerii profesioniști ai domeniului să ia parte la strădania de a defini o legătură clară și convingătoare între finanțe și societatea bună.

Cartea pe care o aveți în față are două părți, urmând unui capitol introductiv. În capitolul introductiv voi creiona contextul capitalismului financiar în istoria modernă și în societatea globală, scoțând în evidență centralitatea inovațiilor financiare, de la piața bursieră și până la creditele ipotecare, în a contribui la atingerea tuturor țelurilor de toate felurile pe care oamenii și le propun pe termen lung, și rolul pe care finanțiștii profesioniști îl dețin ca „administratori“ ai avuției societății. Partea întâi, denumită „Roluri și responsabilități“, vine apoi să descrie rolurile jucate de diversele ocupații financiare – bancheri, contabili, juriști, bancheri de investiții, autorități de reglementare și alții – în a-și îndeplini sarcinile ce le revin în cadrul societății bune. Partea a doua, „Finanțele și nemulțumirile ei“, scrisă într-o cheie diferită, ridică o serie de întrebări despre moralitatea și substanța sistemului financiar într-o societate aflată în plină evoluție.

Pentru tinerii studenți și profesioniști din finanțe este foarte probabil ca partea întâi să prezinte cel mai mare interes inerent, dat fiind că face o prezentare sintetică a variatelor profesii și ocupații care alcătuiesc împreună domeniul financiar – poziții profesionale pe care tinerii mei cititori le pot deține cu folos pe tot parcursul vieții lor active. Și e vorba despre *scopurile morale*, adesea puse la îndoială și adesea eludate, ale acestor ocupații.

În ideea de a sublinia relevanța noii prefețe, am cerut editurii să includă un articol de-al meu, publicat prin Project Syndicate în mai 2012 în ziare și reviste din toată lumea: „Discursul meu în fața absolvenților de finanțe”.<sup>\*</sup> Motivul acestei intervenții a fost dorința mea de a augmenta partea despre roluri și responsabilități, prin explicitarea misiunii principale pentru fiecare segment al profesiei financiare în care studenții din prezent se pregătesc să pătrundă. Articolul în cauză apare la sfârșitul acestei prefețe.

Dincolo de rolul didactic pe care *Finanțele și societatea bună* îl îndeplinește în a descrie relevanța finanței moderne și a ridica întrebări despre menirea sa economică și socială, dezbaterile care au urmat după apariția primei ediții a cărții n-au făcut altceva decât să-mi întărească convingerea că există o larg răspândită și profundă neînțelegere a rolului pe care piețele și instituțiile financiare îl joacă în societatea bună.

Nu cei care au recenzat cartea în ziare și reviste au scos la iveală această confuzie. Neînțelegerea a fost mai evidentă printre multele persoane care au luat parte la conferințele mele publice pe tema cărții sau mi-au trimis e-mailuri.

În rândul publicului larg există neîndoios o tendință spre a considera că oamenii din lumea financiară încearcă tot timpul

---

\* „My Speech to the Finance Graduates” copyright 2012 by Project Syndicate, reproducere autorizată (n.ed.).

să *conspire* împotriva „celor mulți“, în loc să *contribuie* la binele general, ca organe constructive ale societății civile. Sigur, conspirațiile pe ici și pe colo fac parte din istorie, la fel cum fac parte și din lumea financiară, dar nu trebuie să pornim de la premisa caracterului universal al acestor instanțe de manipulare și înșelătorie calculată.

Există un apel în această carte: rugămintea către oamenii cu bune intenții – idealști, chiar – să ia în considerare ideea că știința financiară poate fi învățată și că instrumentele ei reductibile pot fi puse la treabă, pentru a-i ajuta pe toți oamenii din societatea noastră să-și atingă diversele scopuri. Date fiind imperfecțiunile naturii umane, va exista și haos, vor exista și prăbușiri, pe parcursul unei vieți de om, ca parte din consecințele inevitabile ale unei societăți care-i încurajează pe oameni să-și urmărească țelurile, în loc să stea cumiți la adăpost și să nu-și asume niciun risc. Oamenii din finanțe vor fi blamați pentru aceste dislocări. Dar idealștii nu trebuie să se lase descurajați de implicarea în sistemul financiar, chiar dacă acesta a fost discreditat în ochii publicului. Pentru că ei trebuie să știe, în adâncul sufletului lor, că munca în comunitatea financiară le pune la dispoziție instrumentele necesare și șibilitatea de a lăsa o urmă de durată în societate.

Așa cum remarcam mai sus, această carte, mai mult decât oricare alta dintre cele pe care le-am scris, servește drept bază de discuție pentru o dezbatere deschisă. Sper din toată inima că mulți dintre colegii mei, care predau principiile teoriei economice și financiare, cele ale finanțelor firmei, ale investițiilor și ale piețelor și instituțiilor financiare, vor găsi cu cale să se alătore acestei dezbateri, continuând-o împreună cu studenții lor. Etica și sociologia finanței nu sunt teme care să-și găsească în mod natural loc printre subiectele unor cursuri dedicate

instruirii specializate a viitorilor economiști, care vor avea de-a face cu modelarea și strategiile financiare, dar realitatea de zi cu zi, mai ales după o criză financiară, face ca această discuție să devină necesară. Astfel, eu vă ofer această carte în spiritul dezbaterii constructive și al voinței de a experimenta în continuare idei financiare care să contribuie, în cea mai bună tradiție intelectuală, la a face ca lumea noastră să devină nu doar mai bogată, ci și un loc mai bun pentru toți.

## Discursul meu în fața absolvenților de finanțe

NEW HAVEN – În acest moment din an, la ceremoniile de absolvire din America și de pe alte meleaguri, cei care se pregătesc să părăsească universitatea aud adeseori câteva ultime sfaturi și vorbe călăuzitoare, înainte de a-și primi diplomele. Celor interesați să urmeze o carieră în finanțe – sau în cele înrudite ale contabilității, asigurărilor, serviciilor de audit, dreptului sau managementului corporativ – eu le adresez următorul discurs:

Mult noroc tuturor, acum, când lăsați în urmă academia pentru a vă urma profesia aleasă din lumea financiară! Pe parcursul carierei voastre, Wall Street și instituțiile similare vor avea nevoie de voi. Pregătirea pe care ați primit-o în teorie financiară, științele economiei, matematică și statistică vă va fi de mare folos. Dar și cunoștințele de istorie, filosofie și literatură vor fi tot atât de importante, pentru că este vital nu doar să aveți instrumentele potrivite, ci și să nu pierdeți nicio clipă din vedere scopurile și țelurile sociale primordiale ale finanțismului.

Dacă nu cumva ați mers la facultate pe fundul oceanului, atunci știți că sectorul financiar a fost supus unui val de critici

severe – multe dintre ele justificate –, pentru vina de a fi aruncat economia lumii în cea mai gravă criză de la Marea Depresiune încoace. Și nu trebuie decât să-i întrebați pe câțiva dintre colegii voștri care au populat mișcările „ocupiste” răspândite în toată lumea, ca să vă dați seama de amploarea resentimentului la adresa profesioniștilor din finanțe și la adresa celor ce alcătuiesc procentul din vârf al oamenilor cu cele mai mari venituri, pe care finanțistii îi servesc în cea mai mare parte (și, adeseori, se numără printre ei).

Deși o parte dintre critici s-ar putea să fie excesive sau deplasate, ele subliniază, cu toate acestea, necesitatea de a reforma instituțiile și practicile financiare. Sectorul financiar este de foarte multă vreme un element vital pentru prosperitatea democrațiilor de piață și tocmai din acest motiv problemele sale nu pot fi ignorate. Cu simțul vostru superior în ce privește interconectarea și varietatea trebuințelor din lumea modernă, voi puteți ataca aceste probleme. De fapt, în aceasta constă adevărata provocare profesională care vă stă în față și pe care voi trebuie s-o priviți ca pe o ocazie favorabilă.

Tinerii profesioniști din finanțe trebuie să se familiarizeze cu istoria sectorului bancar și să înțeleagă că acesta își face în cel mai înalt grad datoria atunci când servește sfere ale societății mereu mai vaste și mai diversificate. Un prim exemplu în acest sens ar fi răspândirea rapidă a băncilor de economii din Marea Britanie și Europa, în secolul al nouăsprezecelea, iar în secolul douăzeci, apariția curentului microfinanțării, al cărei pionier a fost Banca Grameen din Bangladesh. În ziua de azi, calea cea mai bună spre progres o constituie modernizarea tehnologiilor financiare și de comunicație, pentru a putea oferi o gamă completă de servicii bancare iluminate celor din clasa de mijloc și celor săraci.

Absolvenții care intră în domeniul tranzacțiilor ipotecare au în față o provocare ambițioasă diferită, dar cu nimic mai puțin vitală: să conceapă tipuri noi și mai flexibile de împrumuturi, apte să-i ajute mai bine pe proprietarii de locuințe să reziste genului de turbulențe economice care i-au îngropat în datorii pe milioane de oameni în prezent.

Tinerii bancheri de investiții, dinspre partea lor, au o fantastică ocazie să imagineze forme mai participative de utilizare a capitalului de risc – reprezentate prin noile site-uri de *crowdfunding* sau „finanțare colectivă spontană“, care apar pe internet –, care să stimuleze creșterea firmelor mici și inovatoare. În paralel, tinerii recruți din domeniul asigurărilor vor avea din belșug ocazii să conceapă noi moduri de acoperire a riscurilor de care oamenii din viața reală chiar se tem și care chiar contează – cele care le amenință slujbele, sursele de venit și valoarea locuinței.

Dincolo de băncile de investiții și casele de brokeraj, finanțele moderne au o dimensiune publică și guvernamentală, care are clar nevoie să fie reinventată, după recenta criză financiară. Nici când n-a fost mai importantă stabilirea regulilor jocului, pentru un sector financiar robust și util din punct de vedere social. Este nevoie de tineri absolvenți în organele legislative și administrative, care să analizeze infrastructura juridică a finanțelor și s-o reglementeze în așa fel încât să producă rezultatele cele mai bune pentru societate.

O nouă generație de lideri politici trebuie să înțeleagă cât de importantă este „alfabetizarea financiară“ și să găsească modalități de a le furniza cetățenilor sfaturile juridice și financiare de care au nevoie. În același timp, responsabilii cu politicile economice ale statului se confruntă cu teribila provocare a necesității de a concepe noi instituții financiare, cum ar fi sisteme de pensii și de prestații sociale care să se bazeze pe fundamentul solid al distribuirii riscului între generații.

Aceia dintre voi care decid să urmeze o carieră ca teoreticieni ai economiei și finanțelor trebuie să-și dezvolte o mai bună cunoaștere a bulelor speculative – și moduri mai bune de a comunica această știință profesioniștilor din practica financiară și publicului larg. Oricât de mare ar fi fost implicarea Wall Streetului în criza actuală, ea a început sub forma unei convingeri vast împărtășite că prețurile nu pot să scadă – credință care a alimentat o contagiune socială la scară mare. Marea provocare pentru noua generație de savanți ai finanțelor va consta în a învăța cum să detecteze asemenea bule și să le dezamorseze înainte ca ele să ajungă să infecteze întreaga economie.

Înarmați cu idei financiare sofisticate, începând cu modelul de stabilire a prețurilor pentru activele de capital și terminând cu formule alambicate de calculare a prețului pentru opțiuni, veți fi, cu siguranță și în mod justificat, interesați să vă clădiți o carieră care vă aduce recompense materiale. Nu e nicio rușine în a gândi astfel, iar succesul vostru material va reflecta în cel mai înalt grad eficacitatea voastră în a produce rezultate profitabile pentru firma care v-a angajat. Dar, oricât de imperceptibil, recompensele pentru succesul avut pe Wall Street – și în domeniul financiar, în general – au început să se schimbe, așa cum trebuie să se schimbe și definiția sectorului financiar, dacă vrea să-și recapete statutul de parte respectată a societății și care se bucură de încredere din partea cetățenilor și a conducătorilor lor.

Sectorul financiar, în forma sa cea mai bună, nu se ocupă doar de gestionarea riscului, ci îndeplinește și funcția de administrator al activelor societății, ca și pe cea de susținător al celor mai importante țeluri ale ei. Dincolo de recompensa bănească, pentru generația viitoare de profesioniști din finanțe cea mai adevărată răsplată va fi mulțumirea de a fi făcut pași mari în direcția democratizării sistemului financiar: extinderea

beneficiilor pe care acesta le poate aduce, până în acele colțuri ale societății unde este cea mai mare nevoie de ele. Aceasta este noua provocare ambițioasă pentru noua generație, pentru a cărei materializare va trebui să vă puneți la bătaie întreaga imaginație și pricepere de care sunteți capabili.

Vă urez noroc în acest demers de reinventare a finanței!  
Lumea are nevoie ca voi să reușiți!





## Prefață

Inițial, am început să scriu această carte pentru studenții mei de la cursul de finanțe, pe care îl predau de 25 de ani la Universitatea Yale. Mulți dintre acești tineri, cred eu, n-au reușit încă să-și găsească locul în lume și se întreabă cum va arăta întâlnirea dintre țelurile și visele lor și realitatea dură. Scriind această carte, am vrut să-i ajut să înțeleagă sistemul modern al capitalismului financiar în care ei trebuie să trăiască, acum și în deceniile care vor urma, indiferent ce carieră își vor alege.

Din anul 2008, cursul meu a fost disponibil și online, prin înregistrările video al tuturor prelegerilor pe care le-am produs pentru publicul larg prin programul Open Yale Courses, iar o nouă versiune video urmează să apară în 2012.<sup>1</sup> Trebuințele studenților mei de la distanță, care urmăresc online, din toate colțurile lumii, prelegerile mele, au contribuit și ele la motivația care m-a determinat să scriu această carte.

Dar de când am început să lucrez la ea, această carte a căpătat, totodată, un scop mai vast și mai urgent – și nu doar pentru studenți. Toți ne trăim viețile într-o lume a capitalismului financiar – un sistem economic pe care îl dirijează tot mai mult instituțiile financiare și care, după teribila criză financiară începută în 2007, multora le pare a fi defect. Cu toții trebuie să reflectăm dacă această societate chiar merge în direcția cea bună, atât în timpul vieților noastre, cât și pe parcursul vieții copiilor noștri.

Capitalismul financiar este o invenție, iar procesul de inventare a lui nici vorbă să se fi terminat. Sistemul trebuie

să fie ghidat cu chibzuință în viitor. Mai important decât orice altceva, trebuie să fie extins și mai departe, democratizat și umanizat, astfel încât să poată veni o vreme când instituțiile financiare vor fi și mai prezente peste tot, prin impactul lor pozitiv. Aceasta presupune ca oamenii să li se dea posibilitatea să participe la funcționarea sistemului financiar de pe picior de egalitate, cu acces deplin la informație și cu resursele necesare, atât umane, cât și electronice, pentru a-și putea folosi în mod activ și inteligent ocaziile favorabile. Aceasta va însemna că ei se vor considera cu adevărat parte din capitalismul financiar modern, și nu victimele comportării agresive și egoiste a unui establishment financiar caracterizat prin cinism. Va însemna imaginarea unor noi invenții financiare care să țină cont de cea mai modernă teorie financiară, precum și de revoluția cercetărilor din știința comportamentală a economiei și finanțelor, cu ajutorul cărora au fost studiate realele limite umane care inhibă raționalitatea și umanismul în procesul de luare a deciziilor. Crearea și implementarea unor invenții de acest fel va fi cea mai bună tactică posibilă în efortul de eliminare a inegalității economice. Acest viitor se află în mâinile oamenilor, fie ei tineri sau mai puțin tineri, care s-ar putea să citească această carte.

Chestiunea se vede cu deosebită limpezime în momentul în care eu scriu acest rânduri, când numeroase țări din lume încă se mai luptă din greu cu efectele crizei financiare izbucnite în 2007. Ar fi greu de stabilit niște date precise ale crizei, căci acum, în 2012, cu siguranță nu credem că ea s-a terminat, iar răul cel mai mare s-ar putea chiar să nu fi avut loc încă. Strădaniile guvernelor de a rezolva problemele aflate la originea crizei în continuare n-au ajuns prea departe, iar „testele de stres“ pe care guvernele le-au folosit pentru a stimula optimismul în privința instituțiilor noastre financiare au fost de o rigurozitate îndoielnică.

Protestele de stradă, atât împotriva guvernanților, cât și a establishmentului financiar, au ținut prima pagină a ziarelor în 2011, mult după ce manuscrisul acestei cărți fusese început. Din câte se pare, inspirația protestatarilor a venit de la Primăvara Arabă – mișcarea de revoltă împotriva dictaturilor de stat din Orientul Mijlociu. Protestele au început să fie dirijate contra establishmentului financiar odată cu Movimiento 15-M de la Madrid, apoi Occupy Wall Street la New York, Occupy Boston, Occupy Los Angeles, Occupy London, Occupy Melbourne, Occupy Rome și alte variante similare. Protestele din decembrie 2011, după alegerile din Rusia, au reflectat nemulțumirea față de situația extrem de confortabilă a bogaților oligarhi locali. Tema constantă a tuturor acestor mișcări a fost apelul la o democrație mai bună, deplângând ceea ce protestarii percepeau a fi o conspirație între guvernanți și cei care conduc sectorul financiar. Deși argumentele și retorica lor nu sunt întotdeauna coerente, protestele reprezintă în mare măsură o afirmare bine-venită a valorilor democratice și a responsabilității cetățenești.

Mișcările de protest nu sunt neapărat de stânga. Chiar și cei care se consideră la cealaltă extremă ideologică față de Occupy Wall Street în Statele Unite, respectiv activiștii mișcării de dreapta Tea Party, par să fie și ei deranjați de vizibila concentrare a banilor și a puterii în New York și în alte centre financiare, în timp ce munca toată o face „America mijlocie“. S-ar părea că există un acord cvasiunanim, din partea celor de toate convingerile politice, că magnații financiari nu trebuie să-și folosească influența asupra aparatului guvernamental pentru a pune mâna pe și mai multă avuție – cum se pare că a fost cazul în lanțul de evenimente de dinaintea crizei și de după izbucnirea ei. Doar că în privința a ceea ce trebuie făcut nu prea mai există consens.

Mulți par fixați pe ideea că responsabilii pentru declanșarea crizei financiare ar trebui să intre la închisoare. La sfârșitul anului 2011 am ținut o conferință de seară sponsorizată de Consiliul pentru Afaceri Globale din Chicago, în fața unui auditoriu foarte numeros, alcătuit în mare majoritate, după câte mi s-a spus, din oameni de afaceri. Unii dintre ei m-au criticat după aceea, foarte supărați, pentru că n-am pus accentul pe multele acuzații de înșelăciune îndreptate contra firmelor financiare după criză. M-a surprins să constat o asemenea atitudine plină de mânie din partea unor membri ai comunității de afaceri – greu de crezut că spectatorii mei erau manifestanți „ocupați”, și, cel mai probabil, erau atât simpatizanți ai Partidului Democrat, cât și ai Partidului Republican. La fel de surprins am fost să văd că tema mea de bază – nevoia de a democratiza lumea finanțelor, făcând ca piețele financiare să funcționeze mai bine pentru toți oamenii – nu era considerată ca intrând în consonanță cu preocupările lor. De fapt, această temă ar părea să promoveze cele mai profunde obiective ale mișcării Occupy Wall Street.

Deși ar fi imposibil de trecut cu vederea ilegalitatea, ca una dintre cauzele dezastrului financiar actual, eu cred că, dacă plasăm problema în acest cadru, nu vom putea înțelege în toată complexitatea imaginea de ansamblu. Avem un sistem financiar care a funcționat defectuos dintr-o seamă întregă de motive. Dacă nu atacăm originile mai profunde ale acestor probleme, prin îmbunătățirea sistemului, vom rata exact esența problemei – precum și ocazia ideală pentru a o corecta.

Firește, oricine a comis o fraudă trebuie să fie pedepsit. Dar ar fi absurd să dăm vina pentru criză pe o bruscă epidemie de rea-voință. Situația din timpul boomului care a creat această criză a fost mai degrabă precum cea de pe o șosea unde majoritatea mașinilor depășesc cu foarte puțin limita de viteză

legală. Într-o asemenea conjunctură, șoferii bine intenționați nu prea au încotro și vor merge și ei ca restul lumii. Comisia de Anchetă a Crizei Financiare, creată de guvernul Statelor Unite, a caracterizat boomul, în raportul său final din 2011, drept „nebunie”,<sup>2</sup> dar, orice-ar fi fost, în cea mai mare parte a ei n-a fost o situație penală.

Și, ca să duc un pic mai departe această metaforă cu mașinile de pe șosea, am putea sugera că fabricanții de automobile ar face cel mai bine să se concentreze pe modul în care noua tehnologie ne poate ajuta să gestionăm cu mai multă eficiență circulația autovehiculelor, prin perfecționarea cutiei automate de viteză, a sistemului de senzori exteriori și, în cele din urmă, chiar inventarea unor mașini care să se conducă singure – noi sisteme complexe care le vor permite oamenilor să călătorească mai ușor și mai sigur spre destinațiile lor. Dacă așa arată viitorul pentru șoselele noastre, atunci ceva asemănător ar trebui să conțină și viitorul instituțiilor noastre financiare.

Toate aceste mișcări de protest nu sunt decât semnele cele mai manifeste ale unei nemulțumiri pe care am putut-o discerne, în discuții și pe bloguri, încă de la începutul crizei. Cuvintele manifestanților din stradă și cele ale oamenilor de afaceri supărați sunt deopotrivă lipsite de o direcție clară de concentrare și nu ne lămuresc în niciun fel ce nu e bine și ce ar fi de făcut. Cu toate acestea, curentul subteran de nemulțumire față de sistemul nostru financiar, în urma crizei financiare, reflectă deficiențe reale înăuntrul sistemului, care trebuie să fie remediate – probleme pe care nu au reușit încă să le rezolve noile legi și reglementări adoptate în urma crizei.

Criza financiară a devenit vizibilă în Statele Unite atunci când prețurile locuințelor au început să scadă, după 2006. Conform indicelui național imobiliar Standard & Poor/Case-Shiller, prețurile reale de pe piața americană a locuințelor au scăzut cu

40% în cei cinci ani dintre 2006 și 2011. În 2007, acest declin adusesse prețurile obligațiunilor ipotecare suficient de jos încât să dea naștere unei crize pentru investitorii în aceste titluri. A fost numită *criza creditelor substandard* pentru că scăderile de prețuri au fost deosebit de frapante în cazul creditelor pentru beneficiari „substandard“, adică debitori considerați mai susceptibili să intre în incapacitate de plată, din cauza unor factori cum ar fi capacitatea de plată și experiența de angajare în muncă. Inovațiile financiare legate de aceste credite substandard au fost blamate pentru izbucnirea crizei. Dar criza n-a rămas limitată doar în domeniul creditelor ipotecare; acela a fost doar șocul inițial dintr-o catastrofă uriașă. Consecința a fost o scădere masivă a prețurilor de pe piața imobiliară și colapsul instituțiilor financiare – nu numai în Statele Unite, ci și în Europa și în alte locuri. Până în primăvara lui 2009, criza se agravase într-un asemenea grad încât era descrisă ca fiind cea mai teribilă calamitate financiară de la Marea Depresiune a anilor 1930 – mai gravă decât criza financiară asiatică din anii 1990 și mai gravă decât crizele provocate de șocul prețurilor la petrol din 1974-1975 și 1981-1982. Începând cu 2010, situația s-a văzut și mai mult complicată de o criză a datoriiilor suverane și a sistemelor bancare din Europa, care până în 2012 duse-se la retrogradarea multor datorii de țară, ba chiar și a fondului de salvare financiară din Zona Euro: Facilitatea Europeană pentru Stabilitate Financiară. Această criză continuă să aibă repercusiuni în toată lumea.

În ciuda problemelor din domeniul creditelor ipotecare și din multe instituții financiare de mari dimensiuni – unele având la origine pur și simplu excesul de entuziasm și naivitate, altele, intenția flagrantă de a manipula și înșela –, eu n-am avut nicio clipă impresia, cum s-a întâmplat cu mulți alții, că aceste probleme ar fi un blestem incontornabil al întregului

nostru sistem financiar. Oricât de imperfect ar fi sistemul nostru financiar, eu constat că îl admir în continuare pentru ceea ce face și îmi place în continuare să-mi imaginez cât de mult mai performant ar putea fi în viitor.

Sunt perfect conștient că există oameni care consideră că pregătirea studenților pentru o carieră în sistemul financiar nu face altceva decât să exacerbeze o tendință spre și mai multă trudă grea pentru cei mulți. Cu siguranță, unii dintre cei care lucrează în finanțe sau în domenii conexe se aleg adeseori cu recompense materiale enorme pentru efortul lor, în timp ce alții câștigă mult mai puțin. Societatea modernă se află într-adevăr, la ora actuală, pe un curs de evoluție spre niveluri și mai înalte de inegalitate economică,<sup>3</sup> iar la această orientare a contribuit și tendința de a-i răsplăti cu sume extrem de mari pe unii dintre cei care desfășoară activități legate de domeniul financiar, în timp ce oamenii care își câștigă existența preponderent în alte sectoare ale economiei, inclusiv majoritatea clasei mijlocii și a celei sărace, pierd teren. Faptul că guvernul a inițiat planuri de salvare a unor bancheri foarte bogați a întetit îngrijorarea opiniei publice privind inegalitatea.

Dar domeniul financiar nu trebuie văzut ca inerent sau exclusiv elitist și nici ca un motor al nedreptății economice. Domeniul financiar, în ciuda imperfecțiunilor și a exceselor sale, este o forță care are potențialul de a ne ajuta să creăm o societate mai bună, mai prosperă și mai echitabilă. De fapt, financiarul a fost esențial pentru ascensiunea economiilor prospere, întemeiate pe piețe libere, din era modernă – într-adevăr, această dezvoltare ar fi de neimaginat în lipsa lui. Dincolo de titlurile senzaționaliste care-i acuză pe bancheri și finanțiști că ar fi niște infractori grandomani, vinovați de toate nenorocirile economice, finanțele rămân o instituție socială esențială, necesară pentru gestionarea riscurilor care îi dau

societății posibilitatea să transforme imboldurile creatoare în produse și servicii vitale, începând cu protocoale chirurgicale îmbunătățite și tehnologii avansate de fabricație și terminând cu cercetări științifice sofisticate și întregi sisteme de asistență publică. Legăturile dintre instituțiile financiare și indivizii care alcătuiesc societatea sunt fundamentale pentru aceasta din urmă. Clarificarea termenilor în care se stabilesc aceste legături și definirea unui context corespunzător pentru implementarea și îmbunătățirea lor constituie subiectul cărții pe care o aveți în față.

Pare un paradox, faptul că însuși sistemul financiar care a facilitat câteva dintre cele mai mărețe realizări ale noastre poate să și implodeze, dând naștere unui asemenea dezastru! Și totuși, cea mai bună cale de a merge mai departe nu este prin restrângerea inovării financiare, ci dimpotrivă, prin eliberarea ei. O astfel de abordare poate diminua impactul unor dezaстре de acest fel, democratizând în același timp finanțarea. În diverse locuri din această carte eu descriu inovațiile financiare la care se lucrează în prezent, dar propun și altele mai noi, ca exemple pentru ideea că oamenii creativi și bine intenționați pot în continuare să îmbunătățească societatea noastră și să-i democratizeze sistemele de finanțare.

Criza financiară ne readuce însă aminte că inovarea trebuie realizată într-un mod apt să susțină buna gestiune a activelor societății. Iar cel mai bun mod de a face acest lucru îl reprezintă integrarea comportamentului corect și moral în cultura Wall Streetului, prin crearea și respectarea celor mai bune practici din variatele sale profesii: directori generali, traderi, contabili, bancheri de investiții, juriști, filantropi.

Când Adam Smith și-a scris opera clasică, *Avuția națiunilor*, în 1776, o carte îndelung aclamată ca marcând începutul științei economice moderne, problema cea mai presantă pentru



gânditorii și mințile critice ale epocii erau tarifele vamale.<sup>4</sup> Grupuri de influență private făceau lobby pe lângă guverne să dea întâietatea intereselor lor, în fața celor publice, și să împingă în sus tarifele de import, pentru a face imposibilă concurența din partea producătorilor străini cu costuri mai mici. Dar Adam Smith și alți economiști care au urmat după el au reușit să clarifice cât de important este comerțul internațional pentru bunăstarea generală a tuturor țărilor. De la Adam Smith încoace, celor care promovează interesele de grup le-a fost mult mai greu să preseze în direcția creșterii taxelor vamale, iar comerțul internațional este în mare măsură liber în ziua de azi – o instituție vitală în crearea progresului remarcabil și a larg răspânditei prosperități de care lumea s-a bucurat, după revoluțiile din secolul al optsprezecelea.

În acest moment de criză financiară severă, mărunta discordanță dintre gânditori și critici nu este comerțul, ci instituția financiară în sine. Ostilitatea se află la cote înalte, împotriva acelor instituții societale pe care mintea cetățeanului le asociază chiar și numai tangențial cu finanța. Această atitudine ostilă ne aduce aminte de starea de spirit a publicului din timpul ultimei crize financiare mondiale majore – Marea Depresiune de după 1929 –, al cărei rezultat final a fost un asemenea grad de agitație, încât mare parte din economia lumii s-a blocat, contribuind la tensiunile soldate cu izbucnirea celui de-al Doilea Război Mondial.

Ostilitatea generată de criză în sânul publicului larg riscă să aibă ca efect nedorit inhibarea progresului financiar. Ironia face că avem nevoie de instrumente financiare mai bune, nu de mai puțină activitate în finanțe, pentru a reduce probabilitatea de izbucnire a altor crize pe viitor. Publicul este extrem de furios pe ceea ce percepe a fi inechitatea sumelor enorme de bani pe care le-au câștigat cei din sectorul financiar, iar

această furie populară pune frână inovării: orice lucru nou este privit cu suspiciune. Climatul politic se prea poate să înăbușe de asemenea inovarea și să împiedice capitalismul financiar de la a progresa în moduri apte să aducă beneficii tuturor cetățenilor.

Bineînțeles, inovarea financiară continuă să se strecoare, într-un ritm lent și conservator, dar nu se pot lansa acum invenții financiare majore, din cauza fricii. În această carte eu susțin ideea că motivele crizei financiare nu au fost, pur și simplu, lăcomia și lipsa de onestitate a jucătorilor din lumea finanțelor; în ultimă instanță, ea s-a datorat unor neajunsuri structurale de care suferă instituțiile noastre financiare. Iar neajunsurile de acest fel, cum ar fi proasta gestiune a riscului imobiliar sau reglementarea deficitară a supraîndatorării capitalului propriu, continuă să nu fie abordate așa cum se cuvine; reacția la criză nu a fost aceea de a inova cu încredere și siguranță, pentru a ataca acele zone în care instituțiile noastre s-au dovedit deficitare. Dimpotrivă, ne-am concentrat în principal pe evitarea operațiunilor de salvare financiară și de reducere a datoriei publice, prin limitarea drastică a cheltuielilor guvernamentale. Inițiativele promovate de politicieni ca răspuns la indignarea opiniei publice au fost înrâurite de ceea ce publicul percepe că ar fi problema, și nu de opiniile celor vizionari.

Inovațiile financiare productive social ar putea merge înainte foarte repede, dată fiind revoluția informațională și faptul că atât de multe țări experimentează cu structuri economice diferite și concurează pe piața internațională. În deceniile următoare am putea asista la o dezvoltare rapidă a anvergurii contractelor financiare, cu extinderi ale tipologiei piețelor, scopul fiind acela de a păstra în siguranță valorile noastre economice fundamentale. Inovațiile ar putea cuprinde implementarea unor măsuri noi și mai bune de protecție împotriva

depresiunii economice, printre care proliferarea unor tipuri noi de contracte de asigurare, pentru a le permite oamenilor să ia inițiative mai aventuroase în viață, fără a se teme de o catastrofă economică. Am putea vedea, de asemenea, măsuri inovatoare menite să stopeze flagelul în creștere al inegalității economice, care amenință să dea naștere la probleme serioase în societatea noastră.

Ceea ce îmi doresc cel mai mult ca studenții mei – de aici și de departe, tineri și bătrâni – să știe este că instituția finanțelor are potențialul de a oferi speranță pentru o lume mai echitabilă și mai justă și că este nevoie de energia și de inteligența lor pentru ca acest țel să poată fi atins.

## **Mulțumiri**

Studenții mei de aici de la Yale, angajați ca asistenți de cercetare – Oliver Bunn, George Cook, Duck Ju Kang, Bin Li, Michael Love, Lindsey Raymond, Kate Stratton, Argyris Tsiaras și Rachel Wang –, au fost ochii și urechile mele, în timpul cât am scris această carte. De asemenea, am primit un feedback important de la studenții înscriși la cursul meu de finanțe de la Yale, în care manualul a fost suplimentat cu o variantă inițială a acestui manuscris. Voiam să văd perspectiva unor oameni tineri. Voiam să văd lumea financiară prin ochii celor care se află încă la început de drum, care abia urmează să-și croiască o carieră, indiferent dacă în finanțe sau în alt domeniu – și toți s-au descurcat de minune, opiniile lor fiindu-mi de un real folos.

Colegii mei Karl Case, John Cochrane, Darrell Duffie, Seth Fischer, John Geanakoplos, Gary Gorton, Henry Hansmann, Daeyeol Lee, Bill Leigh, Shlomo Maital, Wayne Moore și Pasko Rakic, alături de recenziții anonimi, mi-au oferit comentarii