

DESPRE ROLUL STIMULENTELOR ÎN PRODUCEREA, EXPLICAREA ȘI REZOLVAREA CRIZEI ECONOMICE

Bogdan Glăvan
Universitatea Româno-Americană

1. Criza și stimulentele

A gândi economic înseamnă a conștientiza importanța stimulentele în acțiunea umană. Deciziile umane presupun un calcul al costurilor și beneficiilor (Gwartney, Stroup și Lee, 2008). Indivizii răspund stimulentele și constrângerilor („stimulente negative”), deoarece acestea schimbă costul de oportunitate al diverselor acțiuni ce pot fi întreprinse.

Pe piața liberă competiția are rolul de coordonare a întreprinzătorilor, de racordare a investițiilor la preferințele de economisire ale societății (coordonare inter-temporală), în general de racordare a producției la consum. Această coordonare se realizează prin mecanismul profitului și pierderilor care, pe de o parte, premiază întreprinzătorii care anticipează corect dorințele publicului și alocă resurse în direcția satisfacerii acestor nevoi și, pe de altă parte, amendează întreprinzătorii care irotesc resursele investindu-le în direcții mai puțin importante. Actorii economici sunt motivați să evite comiterea de erori, deoarece acestea se reflectă asupra patrimoniului fiecăruia, diminuându-i valoarea proporțional cu pierderea cauzată de eroarea în speță. Selecția permanentă a clasei antreprenoriale realizată de către concurență asigură astfel coordonarea planurilor indivizilor (după cum spunea F. Hayek) sau armonia intereselor (după cum spunea F. Bastiat).

Criza atestă lipsa de coordonare a acestor planuri. Întrebarea esențială este astfel „Ce anume a determinat acest dezacord între dorințele de consum și alocarea resurselor?” Iar răspunsul nu poate puncta decât distorsionarea stimulentele care au impus funcționarea defectuoasă a pieței. Ce mai rămâne de determinat este doar direcția din care s-a produs această distorsiune, ce anume a mascat semnalele transmise de cerere și a decuplat investitorii de realitatea economică (*fundamentals*)

Pe scurt, criza actuală a fost posibilă deoarece cadrul instituțional existent a introdus stimulente perverse. Este vorba nu doar de acele măsuri guvernamentale punctuale care au externalizat costul anumitor acțiuni antreprenoriale, mărindu-le artificial profitabilitatea (precum subvenționarea creditului, a construcției de locuințe, încurajarea discriminatorie a creditării unui anumit segment social, garantarea valorii unor active, în fine, preluarea la datoria publică a datoriilor private – toate generatoare de hazard moral), ci și de politica monetară – ea însăși o sursă de hazard moral.

2. Politica monetară, stimulentele și economia-Caritas

Pentru a merge la originea crizei trebuie să abandonăm explicațiile convenționale, care fac trimitere la lăcomia investitorilor sau la asimetria informațională în care se zbat aceștia (Glăvan, 2008). Aceste argumente abordează într-un mod partizan și tendențios problema, focalizându-se pe paiul din ochiul sectorului privat dar uitând bârna înfiptă în ochiul sectorului public: lăcomia, asimetria informațională și externalitățile în general, în măsura în care afectează

acțiunea umană sunt universale, adică afectează comportamentul oamenilor indiferent de poziționarea lor în societate (în structurile guvernamentale sau ale mediului privat)

Trebuie să ne întrebăm de ce investitorii acționează *in corpore* investind masiv în active a căror valoare este nesustenabilă pe termen lung. Iar răspunsul nu este „Pentru că sunt proști”, ci „Pentru că este profitabil să investească în respectivele active”. Acest răspuns este doar aparent paradoxal.

Întrebarea “În ce măsură comit agenții economici ei o eroare, se lasă atrași într-o capcană de politica banilor ieftini?” este o întrebare interesantă, dar nu esențială pentru explicarea cauzelor crizei actuale. Din capul locului țin să precizez că nu postulez raționalitatea perfectă a participanților la piață. Cred că majoritatea celor care s-au angrenat în cumpărarea de active imobiliare, de exemplu, au făcut-o în mod inocent, adică păcăliți de iluzia monetară generată de expansiunea creditului și reducerea artificială a ratei dobânzii. Cred de asemenea, însă, că o parte consistentă a actorilor economici, reprezentând poate majoritatea valorii tranzacționate, au escaladat muntele activelor supraevaluate convinși fiind că de partea cealaltă a vârfului nu-i așteaptă nimic bun. Dar au făcut-o pentru că așa le-a dictat structura stimulentei.

Acest comportament sfidător la adresa ordinii naturale a preferințelor membrilor societății a fost determinat de impulsurile primite din partea sectorului financiar bancar, el însuși operând cu motivații distorsionate. Explicația are în vedere faptul că politica monetară este sursă de hazard moral în economie. Să explicăm puțin.

În vârful sistemului monetar-bancar se află banca centrală în calitate de producător monetar. În acest domeniu avem un monopol de stat, care poate decide să crească oferta de bani într-un ritm mai mare sau mai mic în funcție de interesele politice. Important este faptul că banca centrală poate extinde oricând masa monetară, deoarece banii de hârtie pe care îi produce costă practic... zero. Astfel, devine foarte simplu pentru stat să adopte politica *too big to fail*, prin care banchierii și ceilalți actori importanți din sistemul financiar sunt încurajați să se îndatoreze și să investească imprudent. Dacă investițiile se întorc cu profit, banii se duc în buzunarele banchierilor și ale celorlalți jucători de pe piață. Dacă investițiile aduc pierderi, acestea sunt externalizate prin inflație. Practic, statul salvează de la faliment banchierii pentru că nu îl costă aproape nimic să producă banii necesari acoperirii respectivelor pierderi. Crizele „rezolvate” astfel sunt celebre (menționăm doar câteva exemple, cu „rezonanță” internațională): Mexic, 1994; Asia de Sud-Est, 1997; Rusia, 1998; Turcia 2001; Argentina, 2001. În urma acestui lung șir de cazuri în care statul a oferit instituțiilor financiare cecul de care aveau nevoie pentru a-și cârpi bilanțurile contabile afectate de creditele acordate cu prea multă larghețe, doar naivii mai puteau crede că, în cazul unei noi turbulențe, Trezoreria și Fed le vor trânti ușa în nas. Mai ales dacă criza urma să se producă pe pământ american.

Un personaj important din istoria *boom*-ului este Alan Greenspan care, prin convingerea sa că baloanele speculative nu pot fi detectate, a instituționalizat practic mai mult decât orice alt șef de bancă centrală politica ciclurilor financiare. Merită reținute episoadele în care fostul guvernator al Fed a sărit în ajutorul băncilor și instituțiilor de pe Wall Street în 1987 și 2000-2001, când a deschis robinetul cu bani pentru a răspunde crizei de „lichiditate” – de fapt, pentru a acoperi investițiile proaste ale instituțiilor financiare. Graba cu care și-a manifestat disponibilitatea de a oferi bani pe piață a rămas consacrată în presă drept *Greenspan's put*. Investitorii au devenit astfel convinși că dacă lucrurile iau o întorsătură proastă, banca centrală va interveni în favoarea lor. Prin politica sa, Greenspan nu a redresat situația, ci a mutat jocul riscant al inflației, hazardului moral și profiturilor iluzorii la nivelul următor. *Bail-out*-ul a devenit un *modus vivendi* (Frankel, 2007).

Numeroși economiști sunt de acord că intervenționismul (monetar, în principal) a dăunat grav funcționării economiei. Iată ce a spus John Taylor (Stanford University) la o conferință organizată de Banca Centrală a Indiei la sfârșitul lunii februarie.

It was a policy of “Keynes at home and Adam Smith aboard” that eventually led to the poor macroeconomic performance in the 1970s. When most countries moved to “Adam Smith both at home and abroad,” the twenty year wave of progress and stability was unprecedented. Leading up to this recent crisis and during it we let “Keynesian policies” creep back in and ironically we seem to be going down the path now of “Keynes both at home and abroad.” In my view, if we learn the lessons from this crisis, we should get back to “Adam Smith at home and abroad” as soon as possible.

Referitor la inițiativele politice recente de a amenda sectorul financiar pentru excesele sale – de fapt, continuarea intervenționismului, trebuie să remarcăm poziția lui Simon Johnson:

The last few weeks of political developments around the American-European financial system make us feel like we are back in the USSR. During the final years of communism’s decline, Soviet bureaucrats argued for futile tweaks to laws that would crack down on speculators and close “loopholes” – all in the vain hope they could keep the unproductive system of incentives intact. The US, UK and key European countries are now making the same errors. Rather than recognising the dangerous systemic failures in our financial system, their leaders are proposing bandages that can – at best – only postpone another, possibly much larger, meltdown. There is growing recognition that our financial system is running a doomsday cycle.

Simon Johnson, profesor la MIT, a fost economist-șef la FMI în perioada 2007-2008. Într-un articol provocator (Johnson, 2009), face una din cele mai pertinente analize a cauzelor crizei financiare pe care le-a scris un economist neoclasic. Spre deosebire de alți „tehnocrați”, Johnson arată că descifrarea cauzelor crizei trebuie să înceapă cu recunoașterea hazardului moral, a legăturilor strânse dintre bancheri – pe care îi numește oligarhi – și stat. În articol aplică excelent teoria rent-seeking și a capturii statului pentru a arăta cum acordarea implicită și explicită de privilegii unei clase antreprenoriale este responsabilă pentru distorsiunile economice grave dezvăluite de criză. El afirmă că acest proces nu este unul recent, ci se întinde înapoi în istorie. Ba mai mult arată cum toate crizele din ultimele decenii, sunt datorate în esență acestui fenomen.

Mizând pe capacitatea statului de a-i salva, bancherii se comportă nesăbuit – fenomen cunoscut sub numele de „hazard moral”. Nimănui nu-i mai pasă de raționalitatea economică din moment ce eventualele pierderi pot fi pasate statului. De fapt, raționalitatea este întoarsă pe dos. Devine rentabil să speculezi, să te îndatorezi, pentru că numai așa poți câștiga. Dacă stai pe margine și te porți prudent, nu faci decât să irosești o oportunitate și să pierzi (în raport cu ceilalți). Pur și simplu aceasta este logica după care funcționează sistemul. Indiferent câte reglementări i se aduc, tendința către crize este încorporată în sistem. Ea nu poate fi evitată decât prin reformarea din temelii a acestuia.

Hazardul moral este acutizat de diversele reglementări guvernamentale, precum programul de garantare a depozitelor. Însă furnizarea unei plase de siguranță pentru bănci și clienții acestora nu duce decât la înrăutățirea lucrurilor, sporind riscul crizelor sistemice. În fața efectelor neintenționate ale propriilor măsuri, autoritățile nu s-au dezis de propria înțelepciune, reacționând pentru menținerea *status-quo*-ului și propunând alte măsuri. Așa s-a ajuns ca în prezent, sistemul financiar să reprezinte cel mai reglementat domeniu din

economie. De aceea, a pune crizele acestuia pe seama erorilor comise de agenții implicați, grație gradului prea mare de libertate de care se bucură, face dovada unui serios handicap intelectual. Politica de reglementare prudentială alimentează cercul vicios amintit mai sus: băncile au și mai puține stimulente de a adopta un comportament prudent în măsura în care supervizarea exercitată de autoritatea publică înlocuiește managementul privat al riscului. Altfel spus, statul încearcă să limiteze hazardul moral printr-o politică ale cărei efecte nu fac decât să accentueze această problemă.

Fără autorități de supraveghere, creditor în ultimă instanță și garanții guvernamentale, riscul activității bancare este suportat exclusiv de bancheri. În absența unei plase de siguranță, băncile sunt stimulate să păstreze mai mult capital, în scop preventiv. Intervenția statului are efectul neintenționat de a înlocui responsabilitatea privată cu cea publică, motivând băncile să păstreze cât mai puțin capital și sporind, astfel, riscul fragilității sistemului financiar. Apare o asimetrie a responsabilității. Dacă banca are profit, banii sunt încasați de proprietarii acesteia; dacă banca are pierderi, ele vor fi împărțite între acționari și stat (contribuabili).

Că stimulentele (perverse) cu funcționează sistemul financiar-monetar dăunează bunăstării este un fapt aproape unanim recunoscut. Cei mai cunoscuți istorici ai economiei, Michael Bordo și Barry Eichengreen au elaborat un studio (Bordo et. al, 2009), “Is the Crisis Problem Growing More Severe”, care confirmă că naționalizarea banilor și a creditului, socializarea pierderilor și politica anti-ciclică nu au avut niciun efect în ceea ce privește prevenirea crizelor, din contră:

“Incidența crizelor este aproape dublă (în ultimele decenii) față de perioada 1945-1971. Cifra comparabilă pentru 1880-1913 reprezintă o treime din frecvența actuală a crizelor... Problema duratei este diferită de cea a frecvenței și nu se poate spune că s-a schimbat ceva în ceea ce privește durata crizelor pe parcursul perioadei analizate... Celălalt aspect este profunzimea crizei... Pierderile de producție cauzate de crizele bancare reprezintă astăzi 75%-80% din ce se înregistra între 1880 și 1913. Doar crizele gemene (monetară + bancară) au devenit mai severe, iar diferența este redusă.”

Autorii mai remarcă un alt fapt interesant, anume creșterea volatilității fluxurilor de capital: crizele moderne sunt urmate de ajustarea violentă a contului curent, care trece de pe deficit pe surplus într-un singur an, în vreme ce în secolul al XIX-lea ajustarea era mai lentă, deci costul crizelor mai mic. Dar, atenție (!), “concluzia este că mixul mobilitatea capitalului + democratizarea, iar nu mobilitatea capitalului în sine, a subminat credibilitatea sistemelor monetare”.

3. Politica de reglementare și stimulentele

În bună măsură la distorsionarea stimulentelelor a contribuit politica de reglementare, națională și internațională. Pe plan național, am în vedere programul guvernului american de încurajare a creditării populației sărace – așa-numitele credite subprime – pe fondul mai vechii politici de creștere a numărului proprietarilor de case (Leibowitz, 2008). Măsurile legislative adoptate în acest sens au distorsionat alocarea creditului, în sensul stimulării expansiunii construcției de locuințe și creșterii ponderii împrumuturilor neperformante.

La nivel global, eșecul politicii de reglementare s-a manifestat prin efectele adverse ale Acordului de la Basel. Acordul de la Basel – cunoscut sub numele „Basel I” – a apărut în 1988 și a cerut tuturor băncilor să păstreze un nivel al capitalului de 8% din valoarea ajustată la risc a

activelor pe care le dețin. Această valoare se calcula după o metodologie stabilită de un organism inter-guvernamental. Oarecum previzibil, instituțiile bancare au încercat să păcălească sistemul, speculând pozițiile existente inerent în orice reglementare publică. Pe scurt, băncile au decis să își modifice portofoliul în favoarea acumulării disproporționate de active riscante. Și, desigur, crizele financiare nu au dispărut, ci au continuat să se repete cu aceeași frecvență ca și înainte de adoptarea acordului – vezi criza asiatică din 1997.

Ca o consecință neintenționată a prevederilor Acordului de la Basel (între timp „modernizat” prin acordul Basel II – formă în care s-a dovedit incapabil să prevină criza actuală), băncile au recurs la scoaterea activelor cu grad ridicat de risc în afara bilanțului propriu utilizând în acest scop titrizarea și instrumente financiare complexe. De exemplu, băncile au realizat că pot credita agenții economice în mod indirect, prin intermediul unei instituții specializate, evitând astfel necesitatea creșterii capitalului propriu. Pe scurt, băncile pot crea instituții financiare separate, care emit obligațiuni (se finanțează prin împrumut, în special pe termen scurt) folosind resursele colectate pentru acordarea de credite. Cu toate că din punct de vedere juridic banca nu este considerată titularul portofoliului de credite, în sens economic, între aceasta și instituția intermediară există o strânsă dependență, deoarece ultima folosește garanțiile implicite și explicite oferite de prima pentru a se dezvolta. După cum experiența a demonstrat, în eventualitatea producerii unei crize, banca-mamă nu își poate abandona subsidiarele-copii, deoarece falimentul acestora ar dăuna reputației sale.

Există și alte motive care ne îndreptătesc să afirmăm că politica de reglementare „prudențială” subminează în realitate funcționarea eficientă a pieței. În particular, modificarea sistemului de management al riscului și politica vizând creșterea transparenței determină de fapt piețele să fie mai puțin stabile, sporind șansele producerii unei crize.

Reglementări emise de autoritățile publice naționale și internaționale, de tipul Basel I și II, constrâng băncile să renunțe la politica lor independentă și să adopte modele standard de evaluare cantitativă a riscului. Cu un secol în urmă, băncile erau conduse în mod antreprenorial (în sensul economic al termenului). Ele erau preocupate de identificarea proiectelor de investiții rentabile, cărora să le asigure finanțarea necesară. Deoarece mediul economic este incert iar mulțimea investițiilor posibile extrem de eterogenă, analiza fiecărei propuneri de finanțare avea un puternic accent antreprenorial, speculativ. Băncile încercau să descopere, anticipativ, forma concretă în care să își fructifice capitalul propriu și cel atras astfel încât să obțină cel mai mare profit posibil. Misiunea lor nu era, din această perspectivă, diferită de misiunea oricărui alt întreprinzător, care știe că numai identificând oportunități de afaceri încă neexploatate, inovând, surclasându-i pe ceilalți, poate supraviețui pe piață.

În prezent, lucrurile stau complet diferit. Consecință directă a politicii de reglementare a riscului, dimensiunea antreprenorială veritabilă a funcționării băncilor este înlocuită, din ce în ce mai mult, cu activitatea tipic birocratică. Oportunitățile de investire (activele) sunt împărțite de autoritatea publică pe categorii de risc, iar riscul urmează să fie calculat conform unor modele și după o metodologie aprobată tot de stat. Incertitudinea este exclusă din modelele matematice. Băncile sunt puternic încurajate (a se citi, obligate) să se supună normelor tehnice emise de autoritatea de supraveghere bancară. Este din ce în ce mai puțin loc pentru exercitarea abilității antreprenoriale, pentru că instituțiile financiare nu-și mai pot derula afacerile după propria politică, ci după cum le dictează autoritatea de reglementare. Activitatea bancară este mai puțin speculativă și mai mult birocratică.

La fel cum un număr de studenți care au de rezolvat individual aceeași ecuație, vor sfârși prin a ajunge la aceeași soluție, instituțiile financiare (re)acționează în grup. Ex post,

comportamentul studenților capătă trăsături de turmă, deoarece toți au parcurs raționamente similare pentru a ajunge la soluția ecuației. La fel se întâmplă și cu instituțiile financiare care, puse în fața datelor pieței și a cerinței de respectare a unor condiții prudențiale, trebuie să calculeze portofoliul optim. Nu ne putem aștepta ca din aceste calcule să rezulte portofolii foarte diferite. Din contră. Dacă așa stau lucrurile, atunci este firesc să ne așteptăm ca participanții la piață să urmeze trasee similare, după cum le dictează calculele.

Omogenizarea evaluării riscului duce la omogenizarea portofoliilor și, mai departe, la similitudinea actelor de tranzacționare, deci la comportamentul de turmă. Comportamentul de turmă nu este efectul naivității, necunoașterii, asimetriei informaționale sau imitației, ci tocmai rezultatul „cunoașterii identice” – a faptului că toți participanții la piață evaluează riscul diverselor investiții în mod similar, datorită legislației în domeniu.

Comportamentul de turmă este accentuat de reglementările care vizează creșterea transparenței. Dintr-o perspectivă tradițională, fiecare competitor pune preț pe secretizarea afacerilor sale, pentru că pericolul de a fi imitat îi reduce profitul potențial. Așa cum fiecare fabricant de ciocolată concurează pentru banii publicului, străduindu-se permanent să ofere sortimente originale și păstrând cu sfințenie secretul asupra fabricării acestora, la fel fiecare investitor este motivat să păstreze secretul asupra „rețetei sale de făcut bani”. Eliminarea acestui secret, divulgarea afacerilor și strategiilor desființează practic competiția. La ce bun să te mai străduiești să descoperi noi oportunități de profit, dacă strategia ta va deveni vizibilă tuturor? O bancă bună este aceea care investește într-un proiect pe care concurenții săi l-au scăpat din vedere. Dacă secretul bancar și „opacitatea” diverselor investiții sunt condamnate oficial, cum mai putem avea bănci bune și bănci proaste? Vom avea doar... bănci – simple agenții ale statului însărcinate cu acordarea creditelor, a căror funcționare birocratică nu poate fi departajată în funcție de competitivitate.

Sunt tentat să cred că pledoaria pentru transparență a fost alimentată, incidental, de interesul firesc al contribuabililor de a cunoaște maniera în care statul distribuie fondurile publice. În domeniul public, transparența este justificată, pentru că cetățenii sunt îndreptățiți să ceară socoteală modului în care sunt cheltuiți banii lor. Dar, în domeniul privat, transparența – înțeleasă ca diseminare publică a modului în care o companie acționează – nu este justificată. Compania trebuie să dea socoteală exclusiv proprietarilor (acționarilor). În măsura în care îi este impusă divulgarea de informații, dreptul de proprietate al acționarilor are de suferit. Astfel, transparența nu este o valoare în sine, ci doar în relație cu dreptul de proprietate al celui care inițiază un act economic.

4. Economiiști și stimulente: cine și cum interpretează criza?

Aceleași stimulente joacă un rol esențial în interpretarea crizei și în configurarea soluțiilor politice. Dacă oamenii răspund la stimulente, atunci economiiști nu fac excepție.

S-a spus în repetate rânduri că managerii băncilor sunt interesați mai degrabă de maximizarea profitului pe termen scurt decât de asigurarea viabilității pe termen lung a instituției pe care o conduc și că, astfel, acționează în dauna interesului acționarilor. Se vorbește despre guru ai finanței, care au dezvoltat instrumente financiare al căror risc este dificil de evaluat cu scopul de a crește profitabilitatea băncii și de a încasa bonusuri corespunzătoare. (Ceea ce poate fi adevărat) Dar nu am auzit vorbindu-se despre interesele economiiștilor, ale celor care analizează cauzele crizei, ale celor care propun soluții. De ce ar fi ei interesați mai degrabă decât managerii băncilor de investiții de prosperitatea pe termen lung?

Să luăm de exemplu cazul consilierilor guvernamentali, ai economiștilor care lucrează în banca centrală sau în alte instituții cu atribuții de supraveghere a piețelor financiare. În ce măsură sunt ei interesați de efectele pe termen lung ale politicilor pe care le recomandă? Oare ei au un orizont de timp mai îndelungat decât cel al politicienilor care i-au angajat? Oare de pe băncile calde ale birocrăției guvernamentale au ei o perspectivă mai amplă decât a celor care își riscă scaunul din mediu privat? Răspunsul este “Nu”, pentru că stimulentele contează.

Experții consultați și citați în mass-media în legătură cu problemele macroeconomice recente sunt în majoritate angajați ai sectorului financiar, asociați ai clasei antreprenoriale pe “val” în anii expansiunii imobiliare sau implicați în structurile de decizie politică. Această categorie de experți sunt plătiți nu pentru a crește bunăstarea tuturor ci pentru a spori profitul firmei în care lucrează sau al unui grup particular de interese. Dacă întrebăm un bancher ce părere are în legătură cu perspectivele creditării, răspunsul primit va fi invariabil acela că avem prea puține datorii și că ne-ar sta mai bine dacă am avea mai multe. Dacă întrebăm un dezvoltator imobiliar ce crede despre evoluția pieței imobiliare, răspunsul va fi acela că societatea are nevoie de milioane de locuințe și că timpul potrivit pentru a cumpăra o casă este întotdeauna “acum”. Dacă întrebăm un economist asociat structurilor guvernamentale ce este de făcut în viitor, el va răspunde „Implicarea mai mare a statului”.

Câteva exemple vor ilustra dramatic, cred, teza că înainte de a da crezare economiștilor trebuie să descifrăm stimulentele care îi animă. Și că nu avem niciun motiv de a urma sfaturile unor economiști care s-au remarcat în trecut prin ignorarea acumulării dezechilibrelor sau, mai rău, prin profețiile privind efectele benefice ale politicii monetare.

1. În 2 august 2002, Paul Krugman (2002) comenta în New York Times recesiunea prin care trecea SUA. Și, ca orice keynesian consecvent, pune recesiunea pe seama pesimismului participanților la piață, care se încăpățânează irațional să nu investească. Autorul instigă la expansiunea creditului și la orchestrarea unui nou *bubble* pentru ieșirea din recesiune – ceea ce se și întâmplă la momentul la care scriu această lucrare:

“Recesiunea din 2001 nu este una din acele recesiuni normale pe care le-am avut după război, cauzată de creșterea ratei dobânzii de către Fed, în încercarea de a controla inflația. Este o recesiune de genul celor dinainte de război, un fenomen cauzat de exuberanța irațională. Pentru a o contracara, Fed are nevoie să încerce mai mult decât un simplu impuls; trebuie să crească substanțial cererea pentru a compensa investițiile muribunde. Și ca să facă asta, Alan Greenspan trebuie, așa cum a zis Paul McCulley de la Pimco, să genereze un balon imobiliar pentru a înlocui balonul Nasdaq.”

În prezent, Paul Krugman este de părere că banca centrală americană ar trebui să scadă rata dobânzii la minus 6,7%, pentru a smulge cu adevărat economia americană din impas și pentru a reduce șomajul. Pentru a depăși eventualele dificultăți de apreciere a dobânzilor negative, să spunem că printr-o astfel de măsură Fed subvenționează practic băncile comerciale: le dă 100 de dolari cu împrumut astăzi, iar la sfârșitul anului băncilor vor trebui să ramburseze doar 93,3 dolari. Poate Krugman se gândește că simpla amenințare cu rata dobânzii negativă va fi suficientă pentru a stimula publicul să-și diminueze cererea de bani, sporind proporțional cheltuielile. Este adevărat, dacă știm că mâine valoarea banilor se va diminua la jumătate, ne vom grăbi să cumpărăm tot ce putem astăzi. Însă nu există nicio legătură între acest fenomen și creșterea economică. Ce nu precizează Krugman este că subvenția trebuie plătită de cineva, că în economie nu există prânz gratuit (*free lunch*). Acest proces de redistribuire se realizează prin intermediul inflației. Cu cât se produc mai mulți bani cu atât valoarea lor scade (față de ce ar fi

fost în absența expansiunii monetare), deci venitul real al populației se erodează. Desigur, mergând pe linia sugerată de Krugman, se pot avansa propuneri și mai excentrice. Bunăoară, de ce să nu dea statul o lege prin care mâine să se confişte 6,7% din venitul societății? De ce este musai să efectuăm redistribuția pe canale monetare și nu în mod transparent, prin fiscalizare?

2. Tot în anul 2002, Joseph Stiglitz și încă doi coautori au elaborat un studiu comandat de Fannie Mae. Acesta își propunea să evalueze probabilitatea de faliment a Fannie Mae și Freddie Mac și efectele asupra bugetului de stat.

„Lucrarea concluzionează că probabilitatea de faliment a celor două instituții subvenționate de stat este extrem de mică... costul derivat din riscul insolvenței... este relativ redus – chiar presupunând un nivel foarte ridicat al datoriei companiilor și chiar presupunând că guvernul ar ar suporta întreaga datorie în cazul insolvenței acestora... mai puțin de 2 milioane dolari... probabilitatea rezultată este atât de mică încât este dificil de detectat chiar și în simulările de anvergură, precum cea din studio... pe baza datelor istorice, riscul pe care și-l asumă guvernul dintr-un potențial faliment al celor două companii este efectiv zero”.

3. În anul 2006, profesorul Frederik Mishkin (pe atunci ocupa și un loc de guvernator în board-ul Fed) a fost angajat (pentru 134 858 de dolari) de Camera de Comerț a Islandei să evalueze stabilitatea financiară a țării. La sfârșitul acestui raport (Mishkin, 2006) comprehensiv, Mishkin concluziona că Islanda este bine-sănătoasă, prezintă ceva dezechilibre pe ici pe colo însă cum toate statele împărtășesc aceleași probleme, islandezii nu au de ce să se îngrijoreze: “Deși economia Islandei prezintă dezechilibre care vor trebui corectate, fragilitatea financiară este redusă iar probabilitatea unei crize financiare este foarte scăzută”. Mishkin trăgea această concluzie în timp ce Islanda se dopa cu steroizi monetari mai rapid decât orice altă economie din lume. Din 1999 până în 2007 volumul creditului și-a mărit de patru ori ponderea în PIB iar principalele trei bănci (Kaupthing, Landsbanki, and Glitnir) acumulasera active totale reprezentând de nouă ori PIB-ul Islandei. În 2007 Islanda a fost încercată de una din cele mai grave crize economice înregistrate în istorie, care a dus la prăbușirea bursei cu 90% și la pierderi echivalente cu întregul PIB al Islandei.

Din nefericire, economiștii pe care tocmai i-am menționat au precursori iluștri. În 1929, cu puțin timp înainte de Marea Depresiune, Irving Fisher afirma că bursa a atins un “permanently high plateau”, lucru de care era ferm convins: el însuși împrumutase sume mari de bani de la cumnata sa pentru a juca la bursă, bani pe care i-a pierdut în cea mai mare parte. Din această perspectivă este foarte simplu de înțeles de ce Irving Fisher a fost un susținător înflăcărat al intervenției statului pentru a reflationa economia! Este important să amintim că celălalt mare economist din epocă, John Maynard Keynes, a pierdut la rândul său aproape tot ce investise la bursă, după care a susținut că statul trebuie să scoată economia din depresiune prin deficit bugetar și expansiune monetară!

Cred că acesta este un moment în care merită să repet că uneori (întotdeauna?) este inefficient să ne comportăm „deontologic” și, atunci când criticăm un economist, să ne concentrăm exclusiv de ideile acestuia; ideile respectivului economist sunt în bună măsură produsul propriilor interese și scopuri. Nu e de mirare că cei mai mari doi economiști ai primei jumătăți a secolului trecut „au faultat” economia de piață, unul solicitând socializarea monedei, celălalt – socializarea investițiilor. Era singurul mod prin care își puteau recupera averea pierdută – datorită, în fond, slabei înțelegeri pe care o aveau despre funcționarea economiei!

Concluzie

Criza economică din 2007 se datorează distorsionării matricii stimulentei și constrângerilor care modelează comportamentul agenților economici. Această distorsiune provine din imixtiunea autorității publice în funcționarea economiei, în special prin intermediul politicii monetare și a reglementărilor financiar-contabile generatoare de hazard moral. Soluția evitării fluctuațiilor economice majore este eliminarea instituțiilor care generează hazard moral – respectiv o autentică liberalizare a sistemului financiar, care să aibă la bază nu libertatea de a inova neîngrădit, ci libertatea de a acționa în cadrul strict delimitat de dreptul de proprietate privată, cu toate responsabilitățile care decurg de aici.

Referințe

- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., Soledad Martinez-Peria, M. 2000. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", disponibil la <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/EconomicPolicy.pdf>
- Frankel, Jeffrey, 2007, „Responding to crises”, *Cato Journal* 27(2): 165-178.
- Glăvan, B. 2008. "Criza financiară actuală: o critică a explicațiilor oferite". *Idei în dialog* 5(56), mai, p. 22.
- Gwartney, J., Stroup, R., Lee, D. 2008. *Liberalismul economic*. București: Humanitas
- Johnson, S. 2009. "The Quiet Coup". *Atlantic Magazine*, May, disponibil la <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/>
- Krugman, P. 2002. "Dubya's Double Dip?" *New York Times*, August 2, disponibil la <http://www.nytimes.com/2002/08/02/opinion/dubya-s-double-dip.html>
- Krugman, P. 2009. "The madness of the inflation hawks", *New York Times*, November 16 <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/11/16/the-madness-of-the-inflation-hawks/>
- Liebowitz, Stan J., 2008, "Anatomy of a Train Wreck. Causes of the Mortgage Meltdown", *Independent Policy Report*
- Mishkin, F., Herbertsson, T., 2006. *Financial Stability in Iceland*. Iceland Chamber of Commerce, disponibil la <http://www.vi.is/files/555877819Financial%20Stability%20in%20Iceland%20Screen%20version.pdf>
- Stiglitz, J., Orszag, J., Orszag, P., 2002. "Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-based Capital Standard". *Fannie Mae Papers* 1(2), disponibil la <http://www.pierrelemieux.org/stiglitzrisk.pdf>
- Taylor, J. 2010. "Lessons from the Financial Crisis for Monetary Policy in Emerging Markets", *L.K. Jha Memorial Lecture*, Reserve Bank of India, February 24, disponibil la http://www.rbi.org.in/Scripts/BS_SpeechesView.aspx?Id=478