

În birou la Alan Greenspan

Lucian Croitoru

Articol publicat pe www.hotnews.ro, www.cursdeguvernare.ro, www.wall-street.ro și www.capital.ro, 10 septembrie 2012.

Puțini oameni puteau să-l întâlnească pe Alan Greenspan în biroul său pe vremea când era cel mai puternic bancher central din lume și când numele său era asociat cu prosperitatea. Printre aceștia s-a aflat și Mugur Isărescu. Maestro, cum îi spuneau lui Greenspan mulți finanțiști, care astăzi îl critică, l-a primit în anul 2000, când acesta era primul ministru al Guvernului României. L-am însoțit pe Isărescu la acea întâlnire.

Discuția s-a axat pe probleme economice și a durat mai mult de o oră și jumătate. Criza financiară din Asia și criza din Rusia abia se încheiaseră. Eram interesați să înțelegem viziunea lui Greenspan despre evoluțiile posibile privind sistemul financiar, despre forțele care vor conduce schimbările, despre reformele necesare în lume și despre creșterea economică globală.

Una dintre întrebările pe care le-am pus a fost despre evoluția ratei de schimb dintre euro, monedă ce abia apăruse în 1999, și dolar. Maestro ne-a spus că, pe termen lung, moneda mai puternică va fi aceea care va fi sprijinită mai bine de productivitate. De acord, dar unde va crește productivitatea mai repede?

Judecând în lumina evoluțiilor care au urmat în zona euro, viziunea pe care ne-a prezentat-o a fost profetică. În acea viziune, reglementarea juca un rol cheie. Astăzi, reglementarea este subiectul unor importante schimbări, care, în viziunea lui Greenspan ar putea duce la scăderea nivelului de trai pe termen lung. Dacă are din nou dreptate?

1. *Un dolar puternic*

În termeni diplomatici, dar contrar viziunii liderilor europeni de la acea vreme, șeful Fed-ului ne-a explicat de ce convergența productivităților în țările zonei euro are șanse mici să apară. S-a referit atât la factori culturali cât și la factori tehnologici și economici. Nu reiau argumentele referitoare la cultură, deoarece le-a prezentat chiar el în octombrie 2011 într-un articol din FT (*Europe's crisis is all about the north-south split*, 6 octombrie). Pe scurt, în acel articol a spus că nordul zonei euro are cultura investițiilor pe termen lung, mai degrabă decât consumul imediat, în timp ce sudul are mai degrabă cultura consumului excesiv. Aceste diferențe culturale, alături de alți factori, fac necesară o uniune politică și fiscală în zona euro, dar în același timp se pot dovedi și obstacole în calea ei.

În discuția cu noi însă, cel mai puternic bancher din lume a pus accentul pe inovare și pe piața muncii, subliniind beneficiile care vin de la filozofia liberală privind reglementarea. Sprijinea opinia că rigiditatea pieței muncii din Europa va împiedica zona euro să utilizeze rezultatele inovării în măsura în care le va utiliza economia americană, bazată pe o piață a muncii mult mai flexibilă. Flexibilitate diferită a piețelor muncii se va vedea în diferențele de randamente ale investițiilor. La rândul lor, acestea se vor transfera în diferențe de productivitate, care, în final, se vor reflecta în diferențe de creștere economică. Pe această bază, euro trebuia să rămână slab în raport cu dolarul american. Mai mult, diferența dintre zona euro și SUA în aceste privințe este valabilă și în interiorul zonei euro: între nord, mai asemănător cu SUA, și sud, mai asemănător cu Europa. Din această perspectivă euro avea o slăbiciune. Viziunea pe care ne-a expus-o a rămas vie în memoria mea.

După 2000 însă, faptele păreau să infirme viziunea lui Greenspan conform căreia un grad relativ redus de reglementare ajută, pe canalele arătate, dolarul. Rata de schimb dolar/euro a crescut de la 0,91 în ianuarie 2000 la 1,34 în decembrie 2006, atingând un maxim de 1,6 în iulie 2008. În acea perioadă au fost momente în care m-am gândit că poate Maestro se înșelase. În fond, a greși este în natura umană, pe care Greenspan o vede printre cauzele cele mai profunde ale evoluțiilor economice. Nu, Maestro nu a greșit. Diferențele la care el s-a referit lucraseră, dar reflectarea lor în modificarea raportului dolar/euro fusese estompată de reflectarea unor forțe care au un impact mult mai mare pe termen scurt. Aceste forțe erau percepțiile publicului privind perspectivele finanțelor publice ale SUA.

Cea mai mare parte a deprecierei dolarului în raport cu euro în perioada 2000-2008 a reflectat creșterea deficitului bugetar ca urmare a războiului din Irak, supraîndatorarea societății americane și boomul de pe piața imobiliară. În plus, mai vechile probleme legate de pensii și asistența pentru sănătate se adăugau pentru a reduce încrederea în economia americană și în dolar.

În zona euro, mai complicată politic, dar mai puțin îndatorată, perspectivele economice păreau mai bune. Totuși, începând din 2010, criza a arătat ca supraîndatorarea unor state ale zonei euro poate crea probleme serioase întregii zone monetare. Percepția că viitorul finanțelor publice în zona euro era mai bun ca al celor din SUA s-a risipit, iar dolarul s-a apreciat la 1,22 dolari/euro până în iulie 2012. Fără diferențieri semnificative în percepția privind starea finanțelor publice, diferențele privind flexibilitatea piețelor muncii, concurența și și inovarea vor ieși la iveală în cele din urmă.

Se vede deja că economia americană, deși mai îndatorată, crește mai repede decât economia zonei euro. Datorită unei filozofii liberale privind reglementarea, economia americană operează cu mai puține rigidități. Piața muncii mai flexibilă și concurența mai intensă pe piața bunurilor constituie forța care generează mai multă inovare și, astfel, mai multă productivitate și creștere economică în SUA.

Aastă forță nu este contrabalansată de o forță similară în Europa, unde etatismul este filozofia dominantă. Astfel, este posibil ca euro să slăbească în continuare foarte mult în raport cu dolarul american. Europa are nevoie de o piață a muncii mult mai flexibilă și de reglementări care să stimuleze concurența dacă vrea să accelereze creșterea economică și să aibă o monedă solidă. Din păcate, măsurile destinate acestui scop sunt firave, iar unele dintre noile reguli chiar merg în sens contrar.

2. O nouă profeție?

Atât politicienii din SUA, cât și cei din Europa sunt preocupați în prezent să demonstreze că iau măsuri care să reducă efectele negative asupra plătitorilor de impozite în cazul unei noi crize financiare. Creșterea gradului de reglementare este una dintre aceste măsuri. Dar, ei nu par să fie preocupați de faptul că există un compromis între stabilitatea financiară și creșterea economică. Este posibil să eviți crize financiare pentru mult timp, dar cu prețul scăderii eficienței economice. Maestro s-a exprimat în ultimii ani și asupra acestor probleme.

Din nou contrar viziunii multor lideri, el a spus că, în afară de creșterea cerințelor de capital pentru bănci, celelalte reparații aduse sistemului financiar ar putea să nu fie inteligente. Această abordare își are baza în faptul că, în mod obiectiv, reglementatorii nu pot prevedea cele mai multe crize. Având în vedere neputința respectivă, cerințe mai dure de capital pentru bănci pot fi admise. Stocurile de capital mai mari ar absorbi pierderile generate de crize financiare și ar spori încrederea piețelor.

Greenspan a atras însă atenția că dimensionarea acestor stocuri la niveluri care să acopere riscuri ce apar odată la 50-100 de ani este inadecvată. Astfel dimensionate, aceste stocuri vor duce, pe termen lung, la reducerea nivelului de trai. Din nou, Maestro s-ar putea dovedi profetic. Ar trebui să fim atenți la ce spune.

Înțelepciunea și viziunea lui Greenspan vin de la faptul că el înțelege rolul pe care natura omului îl joacă în apariția crizelor. El a vorbit de *exuberanța irațională* în decembrie 1996, concept similar cu *anticipațiile euforice* la care se referă Minsky încă din anii 80 pentru a descrie un boom al prețului activelor. Greenspan și Minsky au în comun înțelegerea profundă a forței cu care euforia/exuberanța alimentează o criză financiară. În particular, introducând în raționamentele sale anticipațiile euforice, Minsky (1986, 1993) a elaborat acum aproape 30 de ani o teorie care parcă a fost inspirată din viitor, descriind etapele premergătoare crizei din 2007. Greenspan și Minsky se deosebesc însă radical în ceea ce privește rolul statului în prevenirea crizelor.

Minsky a propus o reglementare severă și intervenția fermă a statului, ceea ce este contrar dorinței naturale a omului de a face alegeri economice libere. Având în vedere această dorință a omului, Greenspan este precaut când vine vorba de reglementare. Pentru el este esențial că "...există un conflict în natura umană: lupta între dorința de a crește bunăstarea materială și dorința de a te pune la adăpost de schimbare și de stresul care o însoțește" (Greenspan, p. 181). Este subînțeles că reglementarea trebuie astfel concepută încât să permită manifestarea ambelor dorințe existente în conflictul din natura umană.

În opinia mea, motorul procesului de distrugere creativă, evidențiat de Schumpeter și însușit temeinic de Greenspan (rezultă din cartea lui din 2007), este această dorință a oamenilor de a lupta pentru mai binele lor și al familiilor lor. Procesul are o latură pozitivă – crearea de bogăție prin concurență – și o latură negativă – "stresul și anxietatea experimentată de participanții la piață." (Greenspan, 2007, p. 504). Foarte mulți oameni câștigă locuri de muncă în timp ce alții le pierd. "Nimic nu este mai stresant pentru oameni – spune Greenspan - decât perenul avant al distrugerii creative." Astfel se explică dorința pentru protecție socială „împotriva forțelor concurenței pe piață...precum și nostalgia pentru vremuri mai lente și mai simple” (Greenspan, 2007, p. 181).

În opinia mea, acest conflict din natura umană a fost insuficient înțeles și, din această cauză, inadecvat adresat. Deoarece mulți tind să vadă doar partea distructivă a procesului, până prin anii 70 reglementarea a fost folosită pentru a tempera partea creativă, iar programele de ajutoare sociale s-au extins pentru a compensa partea distructivă. Pentru a susține cheltuielile ce depășeau veniturile, datoria guvernelor a crescut. Pe de altă parte, nevoia de eficiență a intrat în contradicție cu reglementarea excesivă, care frâna creșterea economică, astfel că în anii 80 a început un proces treptat de dereglementare a piețelor. Aceasta a stimulat activitatea economică, iar unele guverne au mărit cheltuielile, inclusiv pe cele cu protecția socială, la niveluri nesustenabile. În aceste condiții, procesul de distrugere creativă, pe de o parte a generat o succesiune de avânturi euforice, culminând cu cel care a precedat criza din 2007, iar pe de altă parte a dus la creșterea nesustenabilă a cheltuielilor sociale relativ la produsul intern brut.

Acest conflict conține însă o informație prețioasă pe care tindem să o neglijăm. El stabilește limitele până la care se poate merge cu magnitudinea și natura protecției sociale (răspunzătoare în mare parte pentru îndatorarea statelor). Astăzi piețele ne arată că nu tolerează nici o protecție excesivă a locurilor de muncă și nici creșteri excesive ale indemnizațiilor sociale. În mod similar, conflictul menționat stabilește și limitele până la care se poate merge cu magnitudinea și natura reglementării (care împiedică crearea bogăției).

Piețele ne-au arătat în anii 70 că nu tolerează o reglementare excesivă, care în perioada 1940-1970 le-a redus eficiența.

Neglijând această informație, unii cred că acest conflict din natura umană ne arată că un grad relativ mic de reglementare duce la criză. Dar această concluzie este greșită, deoarece așa cum voi arăta în ultima secțiune a articolului, euforia nu poate fi temperată prin reglementare decât temporar, până când inovația lasă din nou reglementările într-o stare de uzură morală și euforia reapare. Aceasta se întâmplă pentru că “natura umană nu se schimbă. Istoria este plină de valuri de entuziasm care se autoimpune și de disperare, caracteristicile umane înnăscute nu sunt subiect al curbei învățării. Acele valuri se reflectă în ciclul de afaceri.” (Greenspan, 2007, pp. 490-491). Cum ar putea reglementarea să stăpânească ciclul de afaceri când la baza lui este chiar natura umană?

Așa cum ne învață istoria, crizele financiare nu vor înceta să apară. Dar vor trece multe decenii până va apărea din nou o criză de profunzimea celei declanșate în iulie 2007. Pentru Greenspan, schimbările tehnologice majore și crizele financiare majore apar odată, de două ori, pe secol. Perioadă în care rezervele mari de capitaluri nu vor produce nimic.

3. *Drumul spre următoarea criză majoră*

Din moment ce scopul reglementării este să prevină acumularea de dezechilibre care duc la criză, înainte de a discuta șansele unui astfel de demers, este util să înțelegem cum se ajunge la o criză financiară. Această sarcină este foarte dificilă, având în vedere diversitatea crizelor. Când s-a referit la crizele financiare, Greenspan a pus accentul, pe de o parte, pe de distincția între termenul scurt și termenul lung, iar pe de altă parte a făcut distincție între comportamente raționale și comportamente iraționale.

Rețin în scopul acestui studiu două idei care sintetizează foarte bine problemele cheie în legătură cu crizele. Pentru termenul scurt este relevant că “Erupțiile bruște de frică sau euforie sunt fenomene pe care nimeni nu le poate anticipa.” (Greenspan, 2007, p. 466-467). Cu alte cuvinte, nu putem anticipa pe termen scurt o criză. Dacă piața se comportă rațional, trecutul nu dă nicio indicație despre cum se vor modifica prețurile activelor financiare.

Pentru termenul lung, relevant este că “Înclinațiile umane adânc înrădăcinate de a se muta de la euforie la frică și invers par permanente: generații de experiență nu par să fi temperat aceste înclinații” (Greenspan, 2007, p. 466). Cu alte cuvinte, din cauza euforiei, care în mod ciclic accelerează procesul de distrugere creativă, crizele financiare nu vor înceta să apară. Alternanța dintre perioadele bune și cele de declin va reflecta schimbările din anticipațiile noastre despre viitorul economiei. Pe termen lung, trecutul este relevant pentru a înțelege viitorul mai ales pentru perioadele în care piața se comportă irațional. Când se instalează euforia, prețurile activelor vor crește. Când se instalează panica, prețurile se vor prăbuși.

În opinia mea, Minsky a reușit cel mai bine să descrie cum se ajunge, pe termen relativ lung, la crize financiare, inclusiv la una majoră. Succesul lui în a descrie acum aproape trei decenii etapele apariției unei crize financiare de natura celei apărute în 2007 se datorează faptului că a pus înclinațiile umane de a se muta de la euforie la panică și invers, în centrul explicațiilor. Din moment ce natura umană nu se schimbă prin învățare, teoria sa va prezice cu acuratețe modul de apariție a crizelor financiare. Teoria sa ne arată modul în care înclinațiile umane se mută de la euforie la frică și invers.

Pe baza teoriei lui Minsky, scenariul apariției viitoarei crize (majore) financiare este următorul: după criza financiară actuală, atât creditorii cât și debitorii preferă estimări foarte

conservatoare ale cash-flow-urilor, iar premiile de risc sunt foarte mari. Pentru o perioadă, creșterea economică și proiectele de investiții finanțate în mod conservator vor coexista. În structura financiară a economiei vor predomina debitori acoperiți (hedge borrowers). Astăzi ne aflăm la începutul acestei faze. Experiența demonstrează că această fază poate dura mulți ani, poate un deceniu. În această perioadă, structura financiară va asigura stabilitatea economiei și va produce prosperitate.

Perioada prelungită de prosperitate va genera anticipații euforice, care vor muta economia de la structura creditului dominată de debitori acoperiți la o structură în care vor exista ponderi mari ale debitorilor angajați în finanțări speculative (speculative borrowers) sau ale celor de tip Ponzi (Ponzi borrowers). În această călătorie, prețurile activelor vor crește în mod explosiv, ca de fiecare dată. La un moment dat, peste ani, euforia se va transforma în panică. În acel moment călătoria va începe în sens invers. Prețurile activelor vor scădea, lăsând o discrepanță majoră între datoriile acumulate și cash-flow-ul generat de ele.

Dacă la spargerea bulei prețurilor activelor inflația va fi relativ mare, o calamitate se poate evita și ciclul se poate repeta de câteva ori. Evitarea unei calamități ar putea avea însă o consecință importantă, arată Minsky: o scădere seculară a preferinței pentru lichiditate. Cu alte cuvinte, o tendință seculară de îndatorare. Astfel, peste un număr important de decenii, ca și în 2007, calamitatea nu va mai putea fi evitată și o nouă criză financiară majoră, similară celei curente, va izbucni. Procesul de reducere a datoriilor care va începe atunci va duce economia, din nou, în recesiune profundă sau depresie.

Soluția oferită de Minsky pentru menținerea dezechilibrelor la niveluri minime este, așa cum am menționat, reglementarea de tip *hands-on*. Dar, această abordare este profund greșită. Datorită globalizării, viitoarea criză financiară majoră va atinge toate țările. Presupunând alți factori constanți, țările care vor tinde până atunci să suprareglementsze (să reglementsze în exces) vor pierde, în termenii creșterii economice. Cu alte cuvinte, pe drumul spre viitoarea criză majoră, aceste țări vor rămâne în urmă din punct de vedere al nivelului de trai. S-ar putea ca economiștii să constate că, utilizate în timpul viitoarei crize majore, stocurile supradimensionate de capital nu vor fi ajutate la recuperarea pierderilor în nivelul de trai.

Greenspan nota că “cel mai detrimental pentru standardul nostru de viață ar fi o renaștere a protecționismului și a altor politici care caută stabilitatea prin prevenirea schimbării care este necesară pentru creștere. Reglementarea economică ar fi un pas distinct înapoi în căutarea noastră pentru un viitor mai prosper.” (Greenspan, 2007, p. 468).

4. *Un bancer central și euforia*

În acest caz, mulți dintre cei mai tineri, care azi îl critică pe Greenspan, vor fi nevoiți să admită că dramatica inversare a reputației sale, de la Maestro înainte de criza curentă, la vinovat pentru criză imediat după, a fost cel puțin pripită și a avut caracter politic. Corect ar fi să observăm două lucruri. Pe de o parte, Greenspan a fost în asentimentul celor mai mulți când, prin politica monetară și menținerea unei reglementări laxe, a atenuat partea descendentă a ciclului de afaceri. Cu alte cuvinte, a corectat ciclul de afaceri prin împiedicarea apariției unor recesiuni minore, prelungind perioada de prosperitate fără a inflama inflația. Perioadă care, în opinia sa, a început imediat după terminarea războiului rece (Greenspan, 2007, p. 382). Pentru asta unii i-au spus Maestro.

Pe de altă parte, nimeni din societate nu ar fi aprobat creșterea dobânzii sau întărirea reglementării în perioada bumului prețurilor la locuințe. Cu alte cuvinte, prin decizia de a nu crește gradul de reglementare, Greenspan a fost în asentimentul celor mai mulți: partea

ascendentă a ciclului de afaceri nu trebuia corectată prin combaterea boomului prețurilor activelor și a euforiei care o cauza. Perioada îndelungată de dobânzi relativ reduse și gradul scăzut de reglementare a dus la acumularea de datorii, accentuând partea ascendentă a ciclului de afaceri, care s-a încheiat cu criza din 2007.

În retrospectivă, Greenspan este criticat pentru corectarea părții descendente a ciclului de afaceri. Recesiunile sau crizele, dacă nu ar fi fost evitate datorită intervenției politicii monetare, ar fi avut rolul să prvină apariția euforiei. Corectarea ciclului de afaceri pe partea descendentă probabil că a generat hazard moral. Publicul a ajuns să vadă Fed-ul ca pe o garanție implicită împotriva riscurilor, ceea ce a contribuit, alături de alți factori, la subestimarea riscurilor de către public și la prelungirea perioadei de prosperitate. Publicul românesc înțelege foarte bine această formă de hazard moral. Foarte multe entități și-au asumat riscuri în timpul boomului din perioada 2004-2007, mai ales pe cel al ratei de schimb, pe baza percepției că BNR ar acționa ca un salvator de ultimă instanță.

Poate că Greenspan este criticabil pentru corectarea părții descendente a ciclului de afaceri, deși e greu de crezut că ar fi putut să facă altfel când legea stabilește că Fed-ul are ca obiectiv combaterea șomajului. Dar poate fi criticat că nu a luptat împotriva boomului? Perioadele prelungite de prosperitate pot genera euforia colectivă, care duce la automulțumire (complacency) și, în final, la criză. Este știut, subestimarea riscului care rezultă din această situație se aplică nu numai consumatorilor, managerilor și bancherilor comerciali, dar și reglementatorilor și economiștilor. Dar nu neapărat tuturor entităților. Lui Greenspan nu i s-a aplicat. El știa, dintr-o experiență anterioară, că nu poți să te opui euforiei.

În 1996 a încercat să se opună boomului prețurilor acțiunilor, care s-a spart în 1999. Greenspan scrie că „eram cumva îngrijorați (el și Bob Rubin, pe atunci ministru de finanțe - *n.n.*). Prețurile acțiunilor începeau să încorporeze anticipații așa de exorbitante că nu puteau să fie vreodată realizate.” (Greenspan, 2007, p. 174). Interesant este că cei doi au avut poziții diferite în ceea ce privește acțiunea. Rubin credea că un ministru de finanțe nu trebuie să vorbească în public despre boomul prețului acțiunilor din trei motive: nu poți ști cu certitudine când o piață este supraevaluată sau subevaluată; nu poți lupta contra forțelor pieței; și nu știi mai mult decât alții.

Greenspan credea însă că ridicarea problemei în public nu era o idee rea și, împreună cu colegii de la Fed “am agreat – spune Greenspan - că încercarea de a evita un bum era coerentă cu misiunea noastră, și că era misiunea noastră să încercăm ” (Greenspan, 2007, p. 179). Rezultatul a fost că la creșterea ratei dobânzii cu 0,25 la sută, bumul a ezitat pentru scurt timp și și-a reluat creșterea pentru încă trei ani. Greenspan a concluzionat că ” Bob Rubin avea dreptate: nu poți spune când o piață este supraevaluată, și nu poți lupta împotriva forțelor pieței...și noi nu am mai încercat niciodată (sublinierea îmi aparține – *n.n.*) să strunim prețurile acțiunilor ” (Greenspan, 2007, p. 179).

Am descris pe scurt ceea ce a povestit Greenspan în cartea sa pentru a arăta că el nu căzuse pradă euforiei. Ideea este că dacă nu te poți opune pieței, iar piața este euforică, nu te poți opune nici euforiei, adică principalei cauze pentru care apare bumul. Unii vor spune că Greenspan a greșit renunțând prea ușor. Nu cred că ar avea dreptate. Când se instalează automulțumirea la nivelul întregii societăți, entitățile care rămân lucide, persoane sau instituții, reprezintă o minoritate. “Fed-ul nu operează într-un vacuum. Dacă am fi crescut ratele (ratele dobânzilor – *n.n.*) și am fi dat ca motiv că vrem să strunim piața acțiunilor, s-ar fi provocat o furtună politică. Am fi fost acuzați de lovirea micilor investitori, de sabotarea pensionării oamenilor.” (Greenspan, 2007, p. 178). Din acest motiv, le este foarte dificil

acestor entități să schimbe starea societății. Aceasta se schimbă, după cum ne-a arătat experiența ultimilor 2 decenii înainte de 2007, doar prin crize.

Ca și Greenspan, Mugur Isărescu a considerat că este mai bine să vorbească publicului despre boomul prețurilor pe piața locuințelor din România. Cred că s-a exprimat mai clar la începutul anului 2007. Ca și Greenspan, a primit doar critici și dezaprobări. Am scris în 2011 că atunci când totul pare că merge bine, nimeni nu acceptă o intervenție a vreunei autorități care ar putea stopa visul frumos. Asta înseamnă că autoritățile sunt în capcana anticipațiilor. Publicul tratează autoritatea ca pe o opțiune: doreștesă fie ajutat când îi este greu și nu admite nici-o rațiune pentru care un boom trebuie temperat.

5. *Euforia și reglementarea*

Dacă automulțumirea nu poate fi demontată de eventualele entități care rămân lucide, putem spera ca un set de reglementări adecvate (reglementarea în general) să prevină euforia prelungită, acționând ca stabilizatori încorporați? Pentru aceasta trebuie studiată relația dintre euforia colectivă, care de obicei duce la criză, și reglementare. În această relație, supravegherea joacă un rol esențial. Pe lângă verificarea conformității practicii cu regulile, ea furnizează informațiile despre ce trebuie corectat în comportamentul participanților la piață pentru a se evita acumularea de dezechilibre.

Cei care propun creșterea gradului de reglementare fac ipoteza că autoritățile de supraveghere au identificat corect, din exercitarea atribuțiilor sau din evenimente anterioare, inclusiv crize financiare, ce anume trebuie corectat în comportamentul entităților care acționează pe piață. Dar această ipoteză este greșită, deoarece într-un sistem financiar global complex, nu autoritățile sunt cel mai bine poziționate în procesul de supraveghere financiară, ci piața însăși.

Când vorbim despre cine reglementează și supraveghează, majoritatea oamenilor se gândesc la stat. Puțini înțeleg că sistemul financiar global a devenit foarte complex, astfel încât nici statul, nici fiecare participant individual la piață, nu-l poate înțelege pe deplin. Nu există vreun motiv pentru care am putea crede că, fără a înțelege sistemul financiar în totalitate, o singură entitate ar putea să-l reglementeze sau supravegheze.

Pentru a corecta dezechilibrele dintr-un astfel de sistem, supravegherea pe piețele financiare s-a atomizat. Fiecare entitate care dă cu împrumut supraveghează poziția investițională a clientului său. Presiunea pentru o astfel de supraveghere vine de la proprietarii fiecărui creditor, care nu doresc să acumuleze pierderi de la un comportament imprudent al clienților. Sub această presiune, piața însăși supraveghează. Clienții nu trebuie să se conformeze numai cerințelor de reglementare oficiale, ci și celor ale creditorilor. Dacă nu sunt euforice, piețele adresează în mod continuu dezechilibrele. Ca să poată face acest lucru piețele au nevoie de libertate.

Reglementarea guvernamentală, în mod obiectiv, nu are informațiile adecvate pentru a ști ce ar trebui reglementat pentru a elimina dezechilibrele. Astfel, în timp ce nu este sigur că reglementarea ținând la reducerea dezechilibrelor va atinge vreodată ținta, este sigur că ea reduce libertatea piețelor și capacitatea lor de a adresa dezechilibrele. “Din moment ce piața a devenit prea complexă pentru intervenția umană efectivă, cele mai promițătoare politici anticriză sunt acelea care mențin maximul de flexibilitate a piețelor – libertatea de acțiune pentru participanții-cheie la piață...Eliminarea ineficienței piețelor financiare permite piețelor libere lichide să adreseze dezechilibrele.” (Greenspan, 2007, p. 489).

Libertatea piețelor financiare a crescut începând cu anii 80. Pentru a elimina ineficiențele piețelor financiare au apărut noi instrumente și noi instituții financiare. Pe măsură ce numărul de tranzacții și complexitatea acestora a crescut, complexitatea sistemului financiar a crescut, iar supravegherea a continuat să se atomizeze. În consecință, capacitatea statului de a reglementa a scăzut și, în mod logic, gradul de reglementare a scăzut.

Mulți economiști au spus că în ciuda extinderii supravegherii bazate pe supravegherea efectuată de contrapartidele financiare, crizele nu au putut fi evitate. Constatarea lor este corectă. Teoria lui Minsky predicționează acest rezultat în mod credibil. Datorită euforiei, la un moment dat, structura financiară a economiei va fi dominată de debitori speculativi și de debitori de tip Ponzi, ale căror cash flow-uri vor deveni mai mici decât datoriile lor când euforia se transformă în panică. Dar concluzia lor că gradul relativ redus de reglementare a fost o cauză importantă a crizei financiare izbucnită în 2007 este greșită. Așa cum am arătat, autoritatea de supraveghere nu are cum să știe ce reglementări specifice sunt necesare pentru a elimina sau preveni dezechilibrele pe piețele financiare. Reversarea tendinței de dereglementare începută în anii 80 și trecerea la o reglementare excesivă, așa cum se întâmplă în prezent, va rezulta probabil în mai multe dezechilibre.

Pentru a lămurii acest aspect trebuie distins între perioada de euforie și perioada premergătoare euforiei. În perioada premergătoare euforiei, libertatea de acțiune a participanților la piață permite eliminarea ineficiențelor și echilibrarea continuă a piețelor. Reglementarea reduce libertatea de acțiune și împiedică eliminarea eficiențelor și echilibrarea piețelor. “Subminați această libertate și întregul proces de echilibrare a piețelor este pus în pericol” – spune Greenspan (2007, p. 490). În plus, noi ineficiențe și distorsiuni vor fi introduse deoarece gradul de înțelegere a sistemului financiar de către reglementarea administrativă rămâne insuficient. Noile distorsiuni vor necesita noi reglementări etc.

În perioada euforică a piețelor, supravegherea efectuată de contrapartide ar putea eșua în eliminarea dezechilibrelor din sistemul financiar, și o criză ar putea apărea. Dar, în mod cert, așa cum sugerează Greenspan, este imposibil pentru supraveghetorii guvernamentali să distingă din rapoartele pe care le primesc, indiferent cât de detaliate ar fi, dacă piața este într-un proces de eliminare a dezechilibrelor din sistem sau, dimpotrivă, de acumulare a lor. Aceeași incapacitate este proprie supraveghetorilor și în perioada premergătoare euforiei, dar nu există evenimentele care să o pună în evidență deoarece, fără euforie, „mâna invizibilă” elimină dezechilibrele.

Reglementarea crescută conține, astfel, o contradicție. Pe de o parte, reduce libertatea de care piețele au nevoie pentru a elimina ineficiențele și dezechilibrele, iar pe de alta nu poate preveni acumularea de dezechilibre într-un sistem a cărui foarte mare complexitate este în creștere. “În lumea de azi, - spune Greenspan – nu reușesc să văd cum adăugarea de mai multe reglementări guvernamentale poate să ajute. Colectarea de date despre bilanțurile fondurilor de hedging, de exemplu, ar fi inutilă, din moment ce datele ar fi probabil depășite înainte ca cerneala să se usuce.”

Unii ar putea crede că dacă nu pot utiliza reglementarea pentru a evita apariția dezechilibrelor, oamenii ar putea-o utiliza pentru a împiedica apariția euforiei. Dar euforia este psihologică, iar reglementarea este materială. Exuberanța apare numai într-o economie de piață, bazată pe alegerile libere individuale dat fiind un set de reguli bune. A te asigura că piețele financiare nu vor deveni euforice este achivalent cu a suprima alegerile economice libere, care fiind făcute de oameni, pot fi oricând euforice. Cei care cred că pot evita euforia prin reglementare fără a suprima piețele se înșală. Euforia apare în legătură cu inovațiile financiare pe care le fac

piețele. La momentul la care apar, dacă perspectivele economice sunt bune, inovațiile fac reglementările obsolite și, potențial, se constituie ca bază pentru decizii euforice.

Nu se poate evita o criză majoră prin reglementare. O creștere de 10 ori a numărului de pagini de reglementare referitoare la standardele privind capitalul băncilor (de la 30 de pagini sub Basel I la 347 sub Basel II) nu a putut preveni criza. Tot așa, reglementările cuprinse în 616 pagini sub Basel III nu o vor putea preveni pe următoarea (date citate după Haldane, 2012). Alte reglementări însumează mii de pagini sau mai mult.

Reglementarea ar trebui să se limiteze strict la precizarea criteriilor și standardelor pe care alegerile libere individuale, oricare ar fi ele, trebuie să le satisfacă, și să nu încerce să interfereze cu aceste alegeri. Standardele și criteriile pot fi scrise într-un număr relativ mic de pagini. Creșterea numărului de pagini de la 30 la 347 și apoi la 616 ne arată că se merge cu pași mari într-o direcție greșită. Mai multă atenție ar trebui dată reglementărilor referitoare la transparența sistemului financiar, contabilitatea activelor imobiliare și integritatea piețelor financiare (adică manipularea pieței și fraudă).

Sunt sigur că Alan Greenspan este de acord cu aceste concluzii. Ar adăuga, poate, că pentru a minimiza interferența reglementărilor cu alegerile libere individuale, următoarele reguli sunt necesare (Greenspan, 2007, p. 374-375): (i) reglementările aprobate în criză trebuie ulterior rafinate; (ii) uneori, câțiva reglementatori sunt mai buni decât unu, căci unul solitar ar deveni adversar al oricărui risc; (iii) reglementările trăiesc mai mult decât perioada pentru care au fost utile și trebuie reînnoite. Având aceste reguli implementate, o întrebare formulată de Greenspan pe 5 decembrie 1996 la American Enterprise Institute le va da unora mult de furcă: “Cum știm când exuberanța rațională a depășit excesiv valoarea activelor, care apoi devin subiect al contracției neașteptate și prelungite (...)?”.