

Criza financiară 2008-2009: adevăratele probleme

Adrian-Paul Iliescu

Universitatea din București

Problema care se pune cel mai frecvent este: cine e de vină pentru criza financiară și economică, piața necontrolată sau arbitrarul intervenției guvernamentale? Eu susțin că această problemă, *una empirică, nu principială*, are puține șanse de soluționare. Economia modernă este un amestec foarte complicat de inițiativă privată, dereglementare, competiție liberă (pe de o parte) și intervenție guvernamentală, reglementări și restricții, politici publice (pe de alta); acest amestec fiind aproape imposibil de descurcat complet, disocierea influențelor cauzale și atribuirea corespunzătoare a responsabilităților devine practic imposibilă.

Conform înclinațiilor personale, unii vor acuza dereglementarea și lipsa unor politici publice, alții reglementările și politicile publice inadecvate. Rezultatul va fi o dezbatere preponderent *ideologică*, cu fiecare parte apărându-și propriul *credo*. Nu pare deci înțelept a localiza aici eforturile principale.

Filosofic, *adevăratele probleme* par a fi legate de eficacitatea și/sau eșecurile sistemului economic actual în alocarea justă a *beneficiilor, costurilor și riscurilor*. Și libertarienii, dar și economiștii *mainstream* sau criticii «cultului pieței libere» consemnează caracterul imoral și inacceptabil al sistemului care *concentrează și privatizează beneficiile, dispersând și socializând pierderile*. De asemenea, toți aceștia condamnă sistemul existent, de reducere sau anulare a responsabilității, a *accountability* pentru deciziile luate sau alegerile făcute etc.

De ce s-a ajuns aici și cine e de vină pare să fie o chestiune obscură și neoperațională. Esențială și urgentă pare să fie problema remedierii: *cine și cum poate remedia situația*. Libertarienii spun că piața (eliberată de povara intervenției politice arbitrare) o poate face; alții cred că numai prin reglementări și politici publice se poate face acest lucru.

Voi detalia o singură componentă a problemei, cea legată de *asimetria informației*. Tradițional, piața liberă a fost elogiată pentru performanțele sale în colectarea, procesarea și optimizarea informației. Nu pare să existe nicio îndoială că ea este mai eficace și mai eficientă în acest sens decât economia planificată. Ca atare, se poate spune că există un consens foarte larg asupra caracterului necesar al pieței libere pentru eficiență economică.

Așa cum s-a spus de multe ori, cu totul altfel stau lucrurile când se pune problema caracterului *suficient* al pieței pentru asigurarea eficienței. Aici părerile diferă. Unii susțin această suficiență și demonizează orice «surplus» de intervenție asupra pieței; alții consideră că ideea suficienței pieței este parte a unui cult, și e infirmată de experiență.

1. Problema asimetriei informației este una extrem de veche. Istoricii economiei constată că anumite disfuncții ale pieței libere, create de asimetria informației, au fost detectate și soluționate prin metode non-piață încă de acum o mie de ani. Avner Greif arată, într-un cunoscut articol, că relațiile dintre un negustor și agentul său aflat la mare distanță geografică nu se puteau modela optim exclusiv pe baza unor mecanisme de piață, deoarece asimetria informației făcea rațională și tentantă înșelarea negustorului de către agent. Buna funcționare a pieței necesita deci *încredere* (trust):

„«trust» governed the relations between business associates“ [...] Operating through business associates enabled a trader to confront risk and to reduce cost of the trade by entrusting an overseas business associate with his commercial affairs abroad“ (Avner Greif *Reputation and Coalitions in Medieval Trade: Evidence on the Maghribi Traders*, in *The Journal of Economic History*, vol.49, No.4 (Dec. 1989), pp. 864)

Dar asimetria informației făcea improbabilă asigurarea prin mijloace interne pieței a încrederii și cinstei:

„Agency relations in the period under study were characterized by asymmetric information, since the revenues the agent received depended on the circumstances that were not directly observed by the merchant [...] If honesty is a problem, a neoclassical market for agents' services fails to provide an institution through which agency relations can be organized“ (ibidem, p. 865)

Soluția problemei a fost găsită în suplimentarea mecanismelor de piață cu o organizare de tip *coalitie*, capabilă să furnizeze elementele de încredere și cinste necesare optimizării pieței.

„The evidence indicates that eleventh-century Mediterranean traders arranged agency relations through a peer organization that may be referred to as a coalition. Members of the coalition provided each other with agency services that increased the value of a member's capital. Each trader benefited from being a coalition member more than he could have by establishing agency relations based upon a reputation mechanism outside the coalition. Obtaining the benefits of coalition membership depended upon proper conduct in the past, while the short-run gain from cheating today was less than the long-run benefit an honest coalition member could obtain. Since this situation was common knowledge, the merchants perceived that the agents could not do better by cheating. The agent acquired a reputation of being honest, the merchant could trust him“ (ibidem, p. 859)

Firește, experiența negustorilor de acum o mie de ani nu este o călăuză canonică pentru economia de azi; există multe deosebiri și noutăți care modifică situația. Dar exemplul poate sugera că disfuncționalitățile și vulnerabilitățile create de asimetria informației *pot* face necesară suplimentarea acțiunii pieței cu mecanisme non-piață. Acest lucru ne arată cel puțin că ideea suplimentării acțiunii pieței (nu neapărat prin reglementări sau politici publice, dar prin instituții non-piață) nu trebuie anatemizată. Pe de altă parte, evident, această idee nu trebuie nici luată *as granted*.

2. Poate că cea mai veche constatare contemporană privind efectele negative ale asimetriei e problema *protecției consumatorului*. În general, producătorul va ști mai mult decât consumatorul despre carențele, riscurile, fiabilitatea sau nonfiabilitatea unui produs, ceea ce permite tranzacții inechitabile din care consumatorul iese păcălit. Garanțiile oferite de producător nu rezolvă decât parțial chestiunea, deoarece producătorul poate internaliza riscurile în termeni pur financiari (neadecvați pentru consumator) - cazuri arhicunoscute (ca acela al faimosului *Ford Pinto*) atestă acest lucru. Problema este: poate piața furniza și alte (mai bune) mecanisme de contracarare a acestei asimetrii? Dacă da, nu e nevoie să intervină reglementarea, politicile publice. Până acum, nu par să existe însă atari mecanisme de piață adecvate, de unde și recursul la instituții publice (oficii de protecția consumatorului, dar și instanțe de judecată).

Este important de remarcat că agențiile publice de control nu au putut rezolva problemele legate de asimetria de informație. Acest lucru devine clar în cazul practicilor numite «abuzive» de creditare (*predatory lending*, creditarea de pradă), în care (se afirmă) firmele financiare abuzează (pentru profit) de lipsa de informații a unor clienți, care nu înțeleg

mecanismele economice și nici riscurile la care se expun. Criza «subprime» e dată ca exemplu.

„Subprime lenders say they serve an important function — offering credit to people who have been snubbed by traditional mortgage lenders. But regulators and consumer advocates say some are “predatory” lenders who take advantage of people with little knowledge of how the financial system works and few options when it comes to borrowing.

Indeed, subprime lenders have paid billions to settle charges of abusive lending practices. At least 11 of the lenders on the Center’s list have paid significant sums to settle allegations of abusive or predatory lending practices.

Two of the largest settlements ever reached for lending problems were with AIG and Citigroup, two financial institutions that have received billions in federal aid. Citigroup has a history of subprime lending, dating back to its purchase of Associates First Capital Corp. in 2000. Citigroup at the time was building a global banking empire thanks to its success in convincing the government to deregulate the financial services industry the year before.

Associates had been criticized by some as a predatory lender, and in 2002, Citigroup paid a price for it. The bank agreed to pay \$215 million to resolve Federal Trade Commission charges that Associates had engaged in “systematic and widespread deceptive and abusive lending practices.”

In 2004, the bank was hit again, this time by the Federal Reserve. The Fed levied a \$70 million civil penalty against CitiFinancial, Citigroup’s subprime lending unit, for abuses during 2000 through 2002“: (John Dunbar, David Donald | May 06, 2009 | *The Roots of the Financial Crisis: Who Is to Blame?*, copiat de la adresa Center for Public Integrity: http://www.publicintegrity.org/investigations/economic_meltdown/articles/entry/1286/)

Așadar, conchid autorii citați mai sus, firmele financiare nu au fost victime inocente ale crizei apărute, ci complici la practicile abuzive care au creat amenințările respective – complici cu o răspundere morală clară.

„These big institutions were not only unwitting victims of an unforeseen financial collapse, as they have sometimes portrayed themselves, but enablers that bankrolled the type of lending that has threatened the financial system.“ (ibidem)

Dar faptul că firmele își pot recunoaște tacit vina, plătind amenzi sau despăgubiri, nu rezolvă problema, deoarece clienții lor aflați în pierdere și alte persoane (terțe părți ce suportă externalități negative ale crizei) suferă pierderi grave, greu sau imposibil de anulat, și nu se consolează cu eventuale despăgubiri.

Tocmai din acest motiv se reproșează instituțiilor politice că nu au controlat și prevenit criza.

„Washington was warned as long as a decade ago by bank regulators, consumer advocates, and a handful of lawmakers that these high-cost loans represented a systemic risk to the economy, yet Congress, the White House, and the Federal Reserve all dithered while the subprime disaster spread. Long forgotten Congressional hearings and oversight reports, as well as interviews with former

officials, reveal a troubling history of missed opportunities, thwarted regulations, and lack of oversight“ .
(Kat Aron *Predatory Lending: A Decade of Warnings - Congress, Fed Fiddled as Subprime Crisis Spread* , http://www.publicintegrity.org/investigations/economic_meltdown/articles)

Firește, se poate susține că nu intervenția publică (control, reglementare etc.) ar fi trebuit să soluționeze problema. Dar cîtă vreme ea nu a fost soluționată nici de piață, nici de intervenția publică, rămîne loc liber pentru diverse interpretări cu privire la modul optim de prevenire (prin mecanisme de piață sau prin reglementare?) al unor asemenea disfuncții economice.

3. Există însă și cazuri inverse, așa cum amintea recent Robert Skidelsky, în care consumatorul știe mai mult decît producătorul.

„Another well-known example concerns insurance. This time it is the buyer who knows more than the seller, since the buyer knows his risk behavior, physical health, and so on. The insurer faces “adverse selection,” because he cannot distinguish between good and bad risks. He therefore sets an average premium too high for healthy contributors and too low for unhealthy ones. This will drive out the healthy contributors, saddling the insurer with a portfolio of bad risks – the quick road to bankruptcy“ .
(*Perfect Losers*, de Robert Skidelsky, vezi www.project-syndicate.org, 2008)

Din nou, se pune întrebarea dacă piața poate crea mecanisme eficiente pentru diminuarea acestei asimetrii. Dacă nu, poate fi conceput un sistem informațional public care să stocheze toate datele relevante existente (inclusiv în instituții publice, dar și în cele private, privind sănătatea fiecărei persoane, istoria sa personală, istoria medicală a familiei etc.) – ceea ce desigur ar încălca enorm spațiul privat, ar crea amenințările tip Big Brother etc., dar, în același timp, ar diminua asimetria informației. De fapt, colectarea, centralizarea și punerea la dispoziție a informațiilor despre clienții răi platnici este deja un pas mare în această direcție.

Dacă atari sisteme sunt dezirabile sau nu, e o altă problemă (filosofică și morală) pe care nu o discut aici. În textul de față, nu se pledează pentru un atare sistem, ci doar se analizează alternativele, care lămuresc problema.

4. Problema deficitul de informație al investitorului față de manager, ilustrat de criza financiară actuală: de dragul propriilor bonusuri și câștiguri, managerii financiari au împins derivatele la absurd; vezi, în acest sens, articolul *A greedy giant out of control*

de Jonathan Ford, din *Prospect Magazine*, Issue 152, November 2008

(www.prospect-magazine.co.uk):

„Paul Woolley, a former academic, policymaker, IMF economist and fund manager, argues that efficient market theory falls down because of the "asymmetric information" problem. This, simply put, is the difference in the quality of information enjoyed by agents—the banks, fund managers, brokers and so forth—and the principals, or end investors. The agents know more than the principals, and they exploit this to maximise their own wealth—setting aside the risk and reward objectives of the client. While this worry isn't new, critics have in the past focused on banking and corporate finance and on abuses such as insider trading. Woolley's new emphasis, which he has investigated through academic institutes he has established at the London School of Economics and Toulouse university, has been to apply it to investment management. He argues that asymmetric information, especially in this area, has far graver consequences for the functioning of finance.

Perhaps the best example of asymmetric information is the famous "wallet auction," in which an auctioneer offers to sell his wallet to the highest bidder, while reserving the right not to sell. The asymmetry arises because only the vendor knows how much money is in his wallet. Rationally he will only sell if the bidders overpay. To the jaundiced eye, financial markets often appear like a series of wallet auctions.

This "agency" problem leads on to two bleak conclusions. First, that capital markets do not necessarily price assets efficiently and capital can get misallocated. When the misallocation gets big enough, as it has now, it can lead to substantial macro-economic dislocation. Second, it allows banks and financial intermediaries to capture too big a share of the economic gains from capital investment, and thus from growth itself. And this share (the "croupier's take" in the celebrated phrase of Warren Buffett's partner, Charlie Munger) has been going up as financiers have become ever more cunning about exploiting their advantage. Woolley argues that big and unstable capital markets make it likely that we will suffer more and potentially bigger upsets in the future“.

Problema este: vor reuși oare mecanismele tip piață liberă - agenții de rating, firme de consultanță și audit, eventual instituții de asigurare-reasigurare, să reducă semnificativ deficitul de informație amintit aici? În criza din 2008-2009 nu au reușit. Dacă nu se vor pune la punct mecanisme eficiente, va fi nevoie de instituții extra-piață (poate nu neapărat guvernamentale, dar oricum suplimentare față de cele interne pieței!)

5. Problema deficitului de informație al cetățeanului și al instituțiilor publice, al mass mediei ca și «cîine de pază» al legalității și dreptății, în fața companiilor interesate să evite plata impozitelor și al firmelor specializate în diminuarea și evitarea impozitării.

„Quite how much tax is avoided through such means is difficult to pin down—even for governments. US Senator Carl Levin—who, together with Senators Norm Coleman and Barack Obama, proposed legislation to stamp out offshore tax havens and tax shelter abuses—claims that the annual loss to the US Treasury from corporations could be around \$30 billion. An assessment published in 2005 by the UK tax authority, Her Majesty's Revenue and Customs (HMRC), estimated that the total "tax gap" in Britain—tax avoided by individuals and corporations—might fall anywhere between \$17 billion and \$68 billion. HMRC claims it has improved procedures for monitoring the seven hundred–odd largest UK companies. Nevertheless it was recently revealed in Parliament that only 238 of these businesses could be classified as posing a "low risk" of tax avoidance; and a parliamentary committee found in October that 25 percent of these large companies paid no corporation tax at all in 2005–2006.

Tax avoidance is a growth industry, with global accountancy firms and boutique tax avoidance specialists devising strategies for sheltering companies from tax through ingenious offshore arrangements, tax havens, registration in multiple jurisdictions, complex derivative instruments, restructuring, and charging for intellectual property. One firm advising Tesco on a particular tax avoidance strategy employed no fewer than ninety lawyers on the project. Such plans are frequently put into operation before being disclosed to HMRC, which must then make a judgment on whether they fall within the spirit of the law and/or whether the legislation needs to be tightened. That process can take two years (in 2007 the government closed 350 out of 900 schemes it was informed about). The result is that the HMRC is playing a continual and, for many of the companies, lucrative game of catch-up—legislation to close the loopholes is seldom retrospective

[...]

The truth is that the advanced tax planning undertaken today by most global companies is as intelligible to the average person as particle physics. This state of incomprehension extends to most journalists, editors, parliamentarians, and, importantly, company directors themselves—executive and nonexecutive. It is the very problem these same people have in trying to understand the epidemic of "innovative financial products." In the middle of October's banking implosion, Dan Bögl, the managing editor of the *Financial Times*, said:

Unfortunately, financial journalists—and the *FT* has better-trained financial journalists than others—don't really understand this stuff, and they join a long list of people that starts with bank regulators, central bank regulators and money managers “ (Alan Rusbridger *A Chill on 'The Guardian'*, în *The New York Review of Books*, Volume 56, Number 1, January 15, 2009)

Aici, deficitul de informație se concretizează în incapacitatea persoanelor și a instituțiilor publice de a limita evaziunea fiscală, deci de a asigura legalitatea acțiunilor de pe piața liberă. Sau piața va putea crea mecanisme eficace de control și descurajare a evaziunii, sau, dacă nu, va fi necesară intervenția externă (din afara pieței), pentru diminuarea sau stoparea evaziunii fiscale.

Evident, se poate susține că această problemă este un efect colateral al maniei impozitării, care ar dispărea de la sine odată cu impozitarea excesivă de azi. Câtă vreme nu posedăm însă un model funcțional *la scară mare*, alternativ la cele bazate pe impozitare, teza respectivă are mai mult caracterul unei așteptări optimiste, decât pe acela al unei soluții operaționale.

Nu pot estima în ce măsură aceste deficiențe legate de asimetria informației vor putea fi rezolvate exclusiv prin mecanisme de piață.

În principiu, sunt posibile trei alternative:

- 1/ ca piața să dezvolte în interiorul său mecanisme eficace pentru eliminarea tuturor acestor deficiențe, făcând astfel superflue intervenții publice suplimentare
- 2/ ca piața să dezvolte mecanisme numai pentru unele din ele (urmînd ca acțiunea ei să fie suplimentată cu intervenții din afară în cazul altora)
- 3/ ca toate aceste deficiențe să necesite intervenții extra piață.

Oricum, problema depășirii acestor carențe, și nu aceea a căutării vinovățiilor, pare a fi problema principală.

Pentru observații, autorul e contactabil la adresa:
ad.paul.il@gmail.com