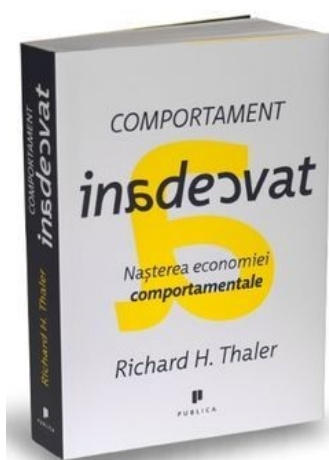


Recenzie de carte

**COMPORTAMENT *in*adecvat**  
**Nașterea economiei comportamentale**  
**Richard H. THALER**

**Ion STANCU și Adrian MITROI**  
*Academia de Studii Economice din București și  
Institutul de Studii Financiare*



Richard Thaler, laureatul Premiului Nobel în Economie din 2017, are de la Daniel Kahneman un compliment „... ceea ce-l face cu adevărat special, este că e leneș”, respectiv, virtutea că Thaler nu lucrează „decât la lucruri suficient de interesante încât să învingă această tendință înăscută de a scăpa de muncă”. Ideea interesantă ce domină această carte este aceea că oamenii se împart în două mari categorii: Econi (homo economicus) și Oamenii obișnuiți (homo sapiens).

În prima categorie se află oamenii raționali care fac alegeri (iau decizii) prin optimizarea bunăstării cu un buget limitat la echilibrul dintre cerere și ofertă. Aceste modele de optimizare au conferit econilor o mare influență asupra consilierii în materie de politici publice. În realitate, optimizarea este o problemă grea, mult prea grea, de rezolvat pentru oamenii de rând. În plus, aceștia sunt animați de prejudecăți (supra încrederea de sine, reprezentativitatea mentală, disponibilitatea informațiilor, ancorarea și adaptarea mentală

etc.). Pentru aceștia, nu există ideea de cadou, deoarece doar banii lichizi le permite acestora ceea ce este optim.

În cea de-a doua categorie se află oamenii comuni cu comportamente inadecvate care cedează ispitelor (ancorarea mentală, auto atribuirea, efectul de dispoziție, lăcomia, efectul înzestrării etc.) și emoțiilor (frica). Ca urmare, prognozele din modele economice pot fi greșite și cu consecințe serioase asupra rezultatelor deciziilor de optimizare. “Practic niciun economist (rațional, cu excepția lui R.Shiller) nu a anticipat criza economică din 2007-2008 și, mai grav, mulți au crezut că atât crahul, cât și consecințele lui erau pur și simplu imposibile.”

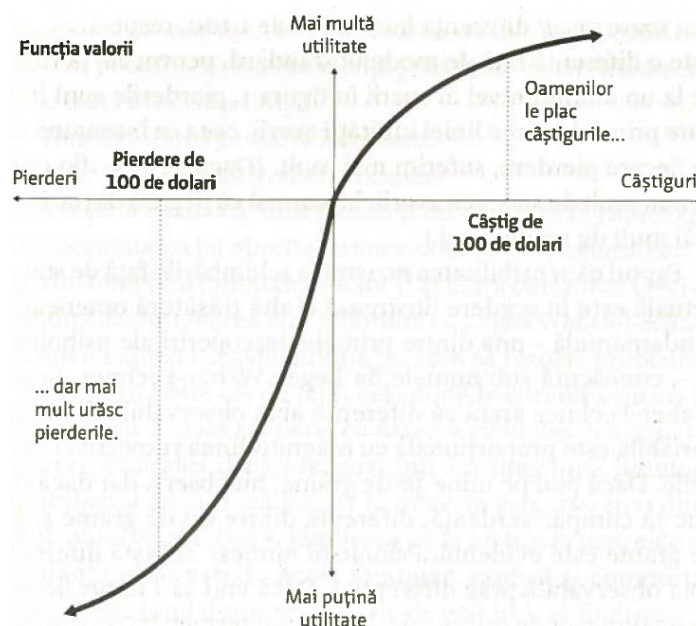
Nu trebuie însă eliminate modele de optimizare ale econilor. Acestea pot furniza o bună aproximare a fenomenelor din lumea reală. Dar cartea lui Thaler ne face conștienți de faptul că aceste modele nu prescriu corect comportamentele oamenilor obișnuiți și să rămânem circumspecți asupra fundamentării deciziilor economice pe analize viciate de ipoteza unei lumi exclusiv raționale. Nașterea și întemeierea economiei comportamentale, înțelept explicate în carte, ne conduce spre o altă disciplină care este “tot economie, dar o economie cu doze puternice de psihologie și alte științe sociale.” Premiile Nobel pentru întemeietorii și fondatorii economiei comportamentale (Simon, Kahneman, Shiller, Thaler, dar și Akerlof, Spence, Stiglitz) ajung să egaleze pe cele ale autorilor economiei tradiționale (clasice).

În fapt, economia comportamentală este în opoziție declarată cu teoria piețelor eficiente ce pornește de la ipoteza de bază că oamenii sunt raționali și au așteptări omogene și care determină, prin deciziile lor, formarea prețurilor la echilibrul dintre cerere și ofertă. Finanțele comportamentale explică ușor de ce oamenii iau anumite decizii. Din păcate, acestea nu pot face, la fel de simplu, previziuni despre cum vor arăta deciziile lor viitoare. Dimpotrivă, modelele finanțelor tradiționale anticipează cu aproximație evoluțiile viitoare.

Principiul arbitrajului enunțat de Merton Miller și Franco Modigliani, principiile de optimizare a structurii portofoliilor (Harry Markowitz), modelul CAPM al lui John Lintner și William Sharpe, de evaluare a activelor financiare, modelul de evaluare a opțiunilor prin aplicarea modelului Fischer Black, Myron Scholes și Robert Merton au obținut rezultate bune în descrierea echilibrului pieței, echilibru ce rezultă din interacțiunea investitorilor pe piață. În condițiile fenomenelor economice recente, complexe, autorii economiei comportamentale au arătat că aceste modele nu sunt întru-totul satisfăcătoare întrucât ele nu descriu și nici nu iau în considerare comportamentele investitorilor.

Bernoulli a demonstrat în Paradoxul de la Sankt Petersburg (1738) că utilitatea bunăstării este o funcție descrescătoare până la punctul în care utilitatea marginală a ultimei unități de creștere a averii este egală cu zero (Legea randamentelor descrescătoare. Dați unui flămând o bucată de pâine și bucuria va fi foarte mare. Dați o bucată de pâine similară unui sătul și bucuria lui va fi aproape de zero).

Prospect theory (teoria perspectivei, Kahneman și Tversky, 1979) mută accentul de pe nivelurile bunăstării pe schimbările ce pot avea loc în domeniul bunăstării: supărarea oamenilor în caz de pierdere este, în medie, de circa 2,25 ori mai mare decât bucuria câștigării aceluiași nivel de avere. Pierderile sunt deci percepute mai puternic decât câștigurile întrucât pierderile contează psihologic mult mai mult. Comportamental, ei încadrează diferit pierderea în raport cu câștigul, respectiv, mental ei încadrează diferit o situație identică.



**Figura nr. 1. Curba utilității marginale a câștigurilor (sus) și a pierderilor (jos).  
Panta este mai importantă pentru pierderi decât pentru câștiguri**

*Sursa R. Thaler: Comportament inadecvat (2015) pp. 63*

Această carte a lui Thaler își propune să identifice factorii aparent irevanți (FAI) pentru a descrie și a prezice comportamentul investitorilor animat inevitabil de prejudecățile lor sistematice. Oamenii, investitorii, chiar dacă nu sunt capabili să rezolve probleme complexe de optimizare, se comportă „ca și cum” ar fi capabili. Astfel că managerii companiilor nu vor rezolva chiar prin calcul marginal problemele de costuri sau de angajare de personal dar, în cele din urmă, iau decizii de creștere a vânzărilor companiei și de angajare/dezangajare personal în funcție de creșterea vânzărilor. Rezultatele acestor decizii sunt, în mod surprinzător, apropiate de cele ce ar fi rezultat dintr-un calcul marginal.

Dacă econii însuflețiți de optimizare sunt întrebați ce decizii de investire iau soția, rudele, studenții lor, în general, oamenii apropiați lor, aceștia vor sfârși prin a afirma că deciziile lor sunt iraționale (cumpără lucruri scumpe pe care nu le folosesc ca să nu le strice, fac adesea greșeli ridicole) pentru că nu înțeleg „concepte economice cât se poate de simple”. Aceiași econi raționali au apoi pretenția că toți agenții economici acționează rațional, au așteptări omogene și acționează în direcția deciziei optime de alocare a banilor. „De unde până unde?” Argumentul econilor despre forța legii concurenței, deși în mare parte corect, este supraevaluat.

Contabilitatea mentală îi motivează pe elvețienii cu câștiguri ridicate să meargă totuși la cumpărături dincolo de granița cu Franța pentru a profita de prețurile mai mici. În parcările auto de la mall-urile de lângă granița cu Elveția „sunt mereu mașini de lux.” Aceiași cumpărători elvețieni găsesc o utilitate a tranzacției dacă cheltuiesc enorm pentru

întreținerea unei ferme de cai pentru echitație în Franța, la care ajung foarte rar să profite de ședințele de echitație.

Thaler alocă partea a VI-a în exclusivitate finanțelor comportamentale versus finanțele tradiționale. Fundamental pentru funcționarea piețelor financiare a fost și este teoria piețelor eficiente (Efficient Market Hypothesis, EMH, în engleză) ce stipulează că formarea prețurilor activelor are loc exclusiv pe baza informațiilor trecute, prezente și chiar viitoare. În consecință, niciun investitor nu are posibilitatea să prevadă evoluția viitoare a prețurilor și să profite de pe urma acestei prevederi.

Și totuși, cu mult timp înainte de consacrarea științifică a EMH, s-au evidențiat comportamente investiționale în care prețurile se apreciază și în funcție de anticiparea de către investitori a comportamentului celorlalți operatori pe piață față de factorii determinanți (rentabilitatea și riscul lor). Acest comportament a fost excelent surprins în 1930 de J. M. Keynes, asimilându-l „concurșilor organizate în presă, în care concurenții trebuiau să aleagă, din mai multe fotografii, șase dintre cele mai frumoase fete. Premiul urma să se atribuie celui a cărui alegere se apropia cel mai mult de alegerea ansamblului celorlalți concurenți, și nu doar de propriile sale preferințe. Fiecare este animat să încerce să ghicească gusturile celorlalți jucători și reciproc... Se așteaptă astfel un fel de al treilea grad, în care ne consacram inteligența noastră pentru a prevedea ceea ce opinia medie gândește că va fi media opiniilor. Și unii jucători vor practica foarte probabil al patrulea, al cincilea și al șaselea grad (de anticipare)“ .

Toate aceste comportamente de grup (gregare), efecte de antrenare sau de modă dau o anumită eterogenitate anticipărilor de prețuri, respectiv, dau o interpretare a reacției pieței prin intermediul „bulelor“ speculative. Această speculație asupra speculațiilor celorlalți speculatori adaugă la dispersia (împrăștierea) normală a cursurilor o supradispersare (o „bulă“), dincolo de anticipările raționale de venituri viitoare.

Așa cum se relevă în cartea lui Thaler, această intuiție genială a fost confirmată și de studiul lui R. Shiller din 1981 care are ca principală concluzie că prețurile acțiunilor se mișcă mult prea repede în raport cu anticipările raționale fundamentate pe discountarea dividendelor estimate a fi obținute în viitor. „Rezultatele lui Shiller au pus pe jar lumea financiară” dar crizele financiare recente din 1987 și din 2007, cu scăderile dramatice de prețuri în toată lumea, au confirmat concluzia lui Shiller. „Peste mai mulți ani, într-o carte scrisă cu George Akerlof, Shiller avea să folosească termenul lui Keynes de „spirite animale” pentru a descrie ideea schimbărilor capricioase de atitudine a consumatorilor și investitorilor.”

În legătură cu fondurile închise de investiții (care stabilesc prețurile unităților de fond ca raport între valoarea activelor nete de datorii și numărul total de unități de fond = valoarea unitară a activului net, VUAN), Thaler și colaboratorii au identificat patru enigme ale acestora; (1) de ce cumpără un investitor unități de fond pentru care plătește comision inițial (aproximativ de 7%) pentru ca ulterior fondul să facă tranzacții cu o reducere de peste 10%?; (2) prin politica lor de reduceri sau de suplimente, de ce face un fond tranzacții la un preț diferit de valoarea activelor sale?; (3) de ce reducerile/suplimentele variază semnificativ de la un fond la altul și, de asemenea, de-a lungul timpului și (4) de ce prețul unităților de

fond converge către VUAN atunci când fondul hotărăște să devină fond deschis<sup>1</sup> și vinde unitățile sale cu reduceri mari. Toate acestea sunt încălcări evidente ale legii prețului unic pe care EMH se construiește fundamental (respectiv, în piețele eficiente, un activ nu poate fi vândut simultan cu două prețuri diferite, altfel ar apărea procese de arbitraj și speculație).

Cartea lui Thaler descrie multe alte comportamentale inadecvate din lumea reală:

- încrederea exagerată a exprimării riscului acțiunilor prin coeficientul beta (acțiunile de valoare cu beta mic s-au dovedit a fi mai câștigătoare decât acțiunile de creștere cu beta mare);
- prețurile rezultate din EMH nu sunt neapărat cele mai corecte (pentru că s-au dovedit adesea destul de volatile – a se vedea evoluția prețurilor în perioada de criză financiară);
- în materie de drept s-a introdus tot mai multă analiză economică comportamentală; arhitectul trebuie să țină cont de alegerile făcute de către beneficiari în proiectarea unei clădiri;
- pentru manageri, cu cât o decizie este mai importantă, cu atât tendința de a te baza pe analiza cantitativă făcută de alții e în scădere;
- planul de pensii facultative „Economisește mai mult mâine” oferă contribuabililor posibilitatea să fixeze azi o rată de contribuție mai mare care se va pune în aplicare mai târziu, atunci când vor primi o mărire de salariu;
- înghionțirea plătitorilor de impozite și taxe pentru conformare fiscală prin trimiterea de notificări cu una sau două mesaje: „cei mai mulți oameni plătesc, iar tu ești unul dintre pușinii care nu au făcut-o.”

© 2018 Editura Publica, **Comportament inadecvat**: Nașterea economiei comportamentale

**Richard H. THALER**

Titlul original: Misbehaving: The Making of Behavioral Economics, by Richard H. Thaler

563 pagini

ISBN: 978-606-722-158-9

---

<sup>1</sup> Fondul deschis de investiții are capitalurile investitorilor lor sub formă de acțiuni cumpărate de către aceștia și sunt listate la bursa de valori