

**LBRIS**

We know  
books

ANJUN HODA

# BLUFF

CACEALMAUA BĂNCILOR CENTRALE  
ȘI CRIZA ECONOMICĂ



a-și reveni din eșecuri. Poate că apartamentele din Londra vor fi prinse într-un vârtej al scumpirilor, dar, pentru ca prețul lor să continue să crească va fi nevoie ca Banca Angliei să continue și ea să emită bani în exces, care apoi vor ocoli economia reală, creând doar iluzia stabilității, pe când prețurile de consum vor rămâne relativ neschimbate. Poate că trucul ăsta va prinde acum. Dar, fără îndoială, aceasta este o cale care duce la dezastru.

Mult mai bine ar fi ca astăzi să punem sub semnul întrebării deciziile băncilor centrale și să cerem guvernelor să promită un nivel general al prețurilor neschimbat, așa încât puterea de cumpărare a salariilor și economiilor noastre să nu mai fie erodată în timp. Impunerea de rate negative ale dobânzii în numele creșterii economice este la fel de contraproductivă ca și războiul dus în numele păcii. Este, cum spuneam la începutul acestei cărți, depravare prezentată drept libertate – o contradicție inerentă, care periclitează orice convingere că ne-am putea îmbogăți înșelând publicul în privința puterii sale de cumpărare.

## Cuprins

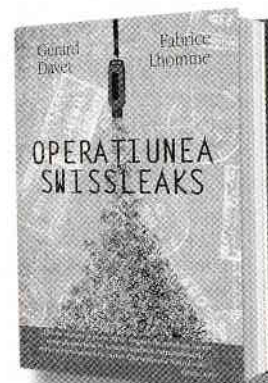
Prefață .....	7
I. Introducere .....	15
1. Nevoia de întrebări .....	15
2. Motivația cacealmalei.....	22
3. De la simplu muritor la Ființa Supremă .....	27
II. Jocul la cacealma .....	68
4. Efectul Kung-Fu Panda .....	68
5. O doză terapeutică de inflație .....	74
6. Bijuteria Coroanei.....	80
7. Câinele de pază .....	92
8. Piețele financiare: locul de joacă al politicilor sau cazino? .....	97
9. Consensul de la Jackson Hole .....	105
III. Un joc scăpat de sub control.....	110
10. Dificultatea într-o poveste simplă .....	110
11. Intenție contra stimulent .....	114

12. Paradoxul inflației .....	124
13. Speculație contra inițiativă .....	131
14. Fed și rețeta deflației din anii '90 .....	135
15. Revenirea deflației .....	142
16. Casa lui John Bull .....	152
17. Confruntarea post-criză .....	160
 IV. Ramificații .....	 168
18. O umbră întunecată .....	168
19. Vălul stabilității prețurilor .....	182
20. Tranzacții contra investiții .....	186
21. Ce este sub capotă? .....	191
22. Bula care nu se sparge niciodată .....	196
23. Strălucirea aurului .....	205
24. Infanteria pe frontul cacealmalei .....	209
 V. Către stabilitate .....	 221
25. Adevărata libertate .....	223
26. Principiul incertitudinii .....	232
27. Economie și ideologie .....	238
28. Sfârșitul jocului .....	244

Editura RAO  
vă recomandă

## Operațiunea SWISSLEAKS

Gérard Davet  
Fabrice Lhomme



Cea mai mare fraudă fiscală descoperită vreodată!

Aproape 200 de miliarde de euro stocate pe un stick USB. Opt persoane, printre care un judecător, un spion, un agent al Fiscului, hotărâți să spargă omertă financiară. Doi anchetatori pe urmele unei escrocherii mondiale: 106 000 de conturi ascunse la banca elvețiană HSBC, conturi ale narco-traficanților, finanțatori ai terorismului dar și ale unor persoane din show-biz-ul mondial, sportivi sau oameni politici. Iată, în sfârșit, dedesubturile afacerii SwissLeaks.

După mai multe luni de investigații, Gérard Davet și Fabrice Lhomme au publicat *Operațiunea SwissLeaks* și sunt departe de a-și fi dezvăluit toate secretele. Da, afacerea nu este decât la început.

## I. Introducere

### 1. Nevoia de a pune întrebări

În lucrarea sa din 1859, *Despre libertate*, John Stuart Mill scria:

În epoca noastră – despre care s-a spus că „îi lipsește credința, dar scepticismul o înspăimântă“, epocă în care siguranța oamenilor se leagă nu atât de faptul că opiniile lor sunt adevărate, cât de faptul că, fără ele, ei n-ar ști să se descurce –, pretenția ca o opinie să fie apărută de orice atacuri publice se întemeiază nu atât pe adevărul ei, cât pe importanța pe care o are pentru societate.<sup>1</sup>

După 150 de ani, cuvintele lui Mill – care descriu refuzul nostru de a pune sub semnul întrebării structurile convingerilor proprii – constituie o portretizare elocventă a atitudinii pe care o avem față de băncile centrale. În calitate de controlori ai banilor – o necesitate economică servind scopul dual al mediului de schimb și al depozitării de valori –, băncilor centrale li s-a acordat o poziție de importanță crucială în societate. Deciziile lor nu au fost puse sub semnul întrebării în primul rând din cauza rolului indispensabil al băncilor, mai degrabă decât din pricină că noi am fi fost convinși de corectitudinea lor. Am consimțit la

---

<sup>1</sup> J.S. Mill, *Despre libertate*, editura Humanitas, traducere de Adrian-Paul Iliescu, București, 2005, p. 72.

prescripțiile lor ideologice, potrivit cărora o scădere continuă a puterii de cumpărare, facilitată de rate scăzute ale dobânzii, e necesară pentru crearea unui viitor economic stabil și robust. În același timp, lipsa noastră de încredere în banii de hârtie ne-a îndemnat să facem investiții riscante. Frenezia investițiilor, izvorâtă de aici, a dus la câștiguri extraordinare pe piața imobiliarilor, a dividendelor, a aurului și a altor active, pe perioade scurte de timp. Iar amenințarea subliminală că datoriile publice ridicate ar da guvernelor motive de a crea și mai multă inflație n-a făcut, uneori, decât să intensifice această frenezie.

Dar, de la finele anilor '90, deși prețurile imobiliarelor și piețele activelor au cunoscut creșteri explozive, veniturile noastre au rămas cu mult în urma lor. Ca urmare, creșterile în prețurile activelor nu s-au construit pe temelia fermă a unor venituri la fel de mari. Dimpotrivă, au fost create și susținute de rate scăzute ale dobânzilor. Ca atare, de fiecare dată când dobânzile au crescut, valoarea acestor investiții s-a prăbușit, lăsând în urmă un șir de probleme economice. În ciuda repercusiunilor volatilității fluctuante de pe piețele activelor, am ajuns să acceptăm constrângerea inflației continue și a manipulării excesive a ratelor dobânzii ca un remediu economic eficient.

Înclinația noastră de a nu pune sub semnul întrebării acțiunile băncilor centrale derivă din teamă – teama că piețele activelor, cele de obligațiuni și piețele imobiliare nu mai reprezintă o reflectare a bunăstării societății actuale, ci mai curând un monstru apocaliptic care o amenință. Motivația pentru a urmări prețurile caselor și a paria pe piețele de active e foarte puternică, mai ales în condițiile unor perspective profesionale firave, ale puterii reduse de a negocia salariile și ale presiunii inflației. Dar profiturile orbitor de strălucitoare aduse de aceste investiții au și o parte întunecată: ele ajung să țină ostatic perspectivele noastre economice și chiar mijloacele noastre de trai. Iată de ce ne temem să

luăm la întrebări băncile centrale: de îndată ce cei mai mulți dintre noi au fost absorbiți de investițiile riscante, am dori ca valorile acestora să devină tot mai ridicate. Așadar, nu vedem altă soluție decât să ne bazăm pe băncile centrale pentru a le susține continuu, cu rate ale dobânzii tot mai scăzute.

Povestea acceptată în mod curent a colapsului financiar din 2007-2009 susține că acesta ar fi fost generat de înșelăciunea și lăcomia traderilor și bancherilor comerciali și de investiții. Adevărul este însă că, chiar și după încetarea crizei financiare și punerea în frâu a băncilor comerciale și de investiții, care a urmat crizei, prețurile la imobiliare și cele de pe piețele financiare au continuat să rămână instabile, urcând dintr-odată, doar pentru a coborî apoi violent, la fel de brusc. Această instabilitate trădează faptul că adevărata cauză a crizei financiare se află în altă parte.

Modelul de afaceri al sectorului bancar comercial<sup>1</sup> se bazează pe nevoia acestui sector de a deține doar o fracțiune din depozitele clienților pentru a finanța retragerile de bani lichizi. Apoi, bancherii împrumută restul către companii și persoane particulare pentru perioade mari de timp sau investesc în titluri de creanță emise de diverși debitori pentru a strânge fonduri. Această activitate permite băncilor să obțină profituri mai mari decât plătesc clienților care au depozite la ele. Modelul este similar celui adoptat de sălile de fitness, care oferă abonamente mult mai multor oameni decât ar putea găzdui simultan. Proprietarii acestor săli presupun că nu toți clienții lor vor veni să facă sport în același timp – altfel ar avea o problemă. Similar, bancherii pornesc de la premisa că nu toți clienții își vor retrage banii lichizi în același moment, asigurând astfel că în bănci sunt disponibile mari sume de bani depozitați pe perioade îndelungate.

<sup>1</sup> Ne referim strict la instituțiile bancare care acceptă depozite.

Dar, făcând investiții riscante pe perioade mai mari de timp și permițând, concomitent, clienților să-și retragă banii oricând, băncile comerciale sunt extrem de vulnerabile la o creștere extraordinară a solicitărilor de lichidități. Confruntate cu asemenea solicitări intense, băncile sunt forțate să-și ceară înapoi banii împrumutați și să-și vândă titlurile de creanță. Acest lucru duce, inevitabil, la închideri de firme, pierderi de locuri de muncă și la o scădere a prețurilor – nu doar cele ale titlurilor de creanță riscante, ci și ale imobiliarelor (fiindcă acestea sunt cumpărate, de obicei, pe credit) și ale dividendelor (întrucât asupra lor emit pretenții de proprietate companiile tranzacționate public).

O astfel de situație poate scăpa rapid de sub control: cum toate băncile încearcă să acumuleze lichidități, posibilitatea recesiunii și a pierderilor financiare crește. Ca urmare, băncile și investitorii se abțin să facă investiții riscante, care agravează scăderea activității economice și întăresc ezitățile și îndoielile. Pentru a preveni un vârtej perpetuu de panică financiară și recesiune, cade în sarcina băncilor centrale (ca elemente independente ale guvernării) – mai ales a Băncii Angliei și a Sistemului Federal de Rezerve al Statelor Unite (pe scurt, de aici încolo, Rezerva Federală sau Fed) – să intervină în calitate de ultim creditor. Cum împrumuturile și titlurile de creanță sunt, în esență, promisiuni făcute de debitori că vor plăti în viitor sumele de bani stabilite, ele pot fi convertite în bani lichizi prin deducerea dobânzilor convenite între momentul actual și data stabilită din viitor. Așadar, băncile centrale stabilizează<sup>1</sup> sistemul financiar oferind bani lichizi în locul acestor investiții discutabile, deducându-le sau scontându-le<sup>2</sup> printr-o parte din dobândă.

<sup>1</sup> Strict vorbind, vânzările și cumpărările de titluri de valoare eligibile pe piața liberă au un efect similar și în privința scontării. Fenomenul este explicat în capitolul III.

<sup>2</sup> Din punct de vedere tehnic, termenul corect este rescontare, întrucât prețul unui titlu de creanță este deja valoarea scontată a plăților viitoare, fixe.

Înainte ca băncile centrale să preia acest rol stabilizator, se întâmpla adesea ca neîncrederea în bănci să declanșeze panici financiare. *Mary Poppins*, clasicul film al studiourilor Walt Disney a cărui acțiune se petrece în Londra începutului de secol XX, conține o excelentă, deși simplistă, descriere a unei asemenea epidemii. George Banks, un prosper funcționar al Fidelity Fiduciary Bank din City-ul londonez, își duce copiii, pe Jane și pe Michael, în vizită la bancă. Pe când îi prezintă șefilor săi, domnul Dawes Senior, bătrânul director al băncii, ia din mâna lui Michael banii de buzunar ai băiețelului, încercând să-i vorbească despre prudența investirii acestora. Dar, deloc atras de posibilitatea finanțării de „căi ferate prin Africa și baraje pe Nil“, Michael decide să-și folosească mai curând economiile cumpărând grăunțe pentru păsărele. Copilul începe să strige, cerându-i directorului să-i dea banii înapoi și, involuntar, declanșează luarea cu asalt a băncii – auzindu-i strigătele panicate, și alți clienți încep să-și retragă în masă economiile, temându-se, în mod eronat, că banca nu mai poate plăti.

Acțiunea din *Mary Poppins* se desfășoară în Londra edwardiană, la zenitul Imperiului Britanic și al puterii financiare a acestuia, dar scena reflectă o poveste mai familiară pe celălalt mal al Atlanticului. După Războiul Civil, economia americană a fost afectată de crize bancare recurente. În 1873, 1884, 1890, 1893 și 1907, falimentele unor bănci individuale, cauzate de încetinirea ritmului economiei, au alimentat temeri larg răspândite, vizând alte posibile prăbușiri. Această spaimă a dus la asaltarea unor bănci, altminteri solvabile și, inevitabil, la falimentarea lor. În goana după lichidități care a urmat, băncile au stopat retragerile clienților, exacerband panica. Pentru a acumula lichidități, băncile au fost, de asemenea, obligate să restricționeze împrumuturile către companii și persoane particulare, creând o penurie de credite (sau o „criză a creditelor“, cum este

cuoscută, popular, în zilele noastre) care a transformat încetinirea economiei în recesiuni mai grave și mai dăunătoare.

Panica bancară din 1907 a avut un impact atât de sever asupra economiei, încât necesitatea unei reforme monetare n-a mai putut fi ignorată. Ea a precipitat crearea, în cele din urmă, a Sistemului Federal de Rezerve al SUA, în decembrie 1913. Principalul scop al Fed a fost „să furnizeze o monedă elastică“, sub forma bancnotei de Rezervă Federală, dându-i acesteia puterea de a crea rapid sume mari de bani și de a le reduce valoarea atunci când bancnotele federale nu mai erau necesare (de aici termenul *elastic*). Această nouă putere a permis Rezervei Federale a SUA să vină în sprijinul sistemului bancar aflat în penurie de lichidități pentru a calma panica clienților care, înghesuiți pe la porțile băncilor, își cereau economiile înapoi. Fiind capabile să se împrumute la Fed, băncile nu mai erau forțate să-și restrângă împrumuturile pentru a satisface nevoile clienților, iar nivelul general al creditelor din economie rămânea stabil, în ciuda unei avalanșe de retrageri de lichidități, survenită pe termen scurt.

Falimentele băncilor au reprezentat o cauză majoră de exacerbare a haosului economic din 1929-1933 în SUA – perioadă numită Marea Criză. Contractia creditelor și vânzările disperate de active, întreprinse de băncile în căutare de lichidități, au pus în mișcare un carusel de prețuri care se prăbușeau, închideri de companii și executări silite ale datornicilor, care au agravat stresul din sistemul bancar. Date fiind împrejurările înființării sale, nu a fost surprinzător că Rezerva Federală avea să fie criticată mai târziu de politicieni și de istoricii economiei pentru că nu ar fi făcut suficient să ajute economia și sistemul bancar.

Acuzația nu a fost trecută cu vederea nici măcar de cei mai recentți conducători ai Fed, Ben Bernanke și predecesorul lui, Alan Greenspan. Cu toate acestea, în septembrie 2008, pe fondul unei

scăderi economice febrile, cauzate de îndatorările masive, manifestate atât în sectorul financiar, cât și în milioane de gospodării din SUA – s-a ajuns la o situație gravă, în care banca de investiții Lehman Brothers a fost lăsată să se complacă. În ciuda acestei erori de calcul însă, Rezerva Federală a reușit, ulterior, să salveze sistemul financiar de la colaps, exercitându-și rolul de „ultim creditor“ pentru care bancnota sa elastică fusese înființată cândva. Dar, deși Fed a salvat economia, ea a fost – ca o ironie a sorții – și principala responsabilă de declanșarea crizei financiare globale, începute în 2007 prin intrarea în incapacitate de plată a debitorilor care aveau credite ipotecare cu grad ridicat de risc și culminând printr-o acută criză de încredere după colapsul Lehman Brothers.

Capacitatea de a extinde o monedă elastică pe termen scurt oferă Fed flexibilitatea de a acționa ca ultim creditor pentru băncile comerciale în orice moment – o caracteristică pe care o are și Banca Angliei. Cu toate acestea, puterea de a modifica valoarea banilor (rata dobânzii pe care o obținem pe economiile noastre și o plătim drept cost pentru împrumut) și de a crea, în același timp, inflație permite băncilor centrale să influențeze creșterea economică și șomajul. Pentru a înțelege culpabilitatea băncilor centrale trebuie să separăm rolul lor de ultim creditor de funcția lor fundamentală, de a crea o angajare a forței de muncă și o creștere economică maxime.

Jocul practicat de băncile centrale în funcționarea economiei este bazat pe o cacealma, prin aceea că, scăzând ratele dobânzii, ele pot atrage cetățenii într-o activitate economică generatoare de prosperitate sporită. La început, investitorii sunt atrași în investiții financiare riscante, precum conturi de capital, obligațiuni corporative și speculații imobiliare, prin costuri de împrumut mai ieftine și promisiunea unor plăți mai mari, care vor oferi, în cele din urmă, puterea de cumpărare necesară

susținerii acestor prețuri de active. În același timp, un profit inadecvat al economiilor în conturile bancare generatoare de dobândă sau obținut prin intermediul investițiilor fără risc în obligațiunile de stat dă investitorilor un imbold suplimentar în a investi în active cu risc. Tentația aparentei prosperități create de dorința acerbă de a investi generează un extraordinar „factor de confort“, care însă nu va duce neapărat la profituri mai mari. Și, în absența acestora, prețurile activelor și nivelurile ridicate de îndatorare pot fi susținute doar prin rate ale dobânzii fără risc din ce în ce mai scăzute, deși iluzia unei prosperități crescute este încă vie. Acești factori acționează pentru a face permanent atractive investițiile de risc. Dezavantajul este că activele devin apoi vulnerabile la percepțiile schimbătoare ale investitorilor, după cum și orice creștere apreciabilă în costul împrumuturilor stârnește îngrijorare.

Cacealmaua băncilor centrale ar putea duce la plăți mai mari, întrucât prețurile activelor nu depind de ratele scăzute ale dobânzii. Dar o cacealma ratată din partea băncilor centrale a dus la criza financiară din 2007-2009. Faptul că bancherii, investitorii și traderii au făcut bani frumoși în urma boomului pe termen scurt facilitat de băncile centrale a oferit acoperirea perfectă. El a permis băncilor centrale să arunce vina pagubelor economice în cărca acestor oameni, atunci când jocul orchestrat de ele a scăpat de sub control.

## 2. Motivația cacealmalei

The Free Dictionary<sup>1</sup>, care poate fi consultat pe internet, dă trei definiții ale verbului *to bluff*: „1. A înșela sau a induce în eroare; 2. A impresiona, a speria sau a intimida printr-o falsă

<sup>1</sup> The Free Dictionary, disponibil la [www.thefreedictionary.com](http://www.thefreedictionary.com), oferit de Farlex (accesat pe 15 aprilie 2014).

manifestare de încredere în sine; 3. A încerca înșelarea adversarilor la un joc de cărți pariind masiv pe o mână slabă ori pariind puțin sau nepariind deloc pe o mână bună“.

Sugestia că băncile centrale „au indus în eroare publicul printr-o falsă manifestare de încredere în sine“ poate părea nu doar scandaloasă, dar și lipsită de o motivație evidentă. Cum ar putea o instituție care are capacitatea de a oferi lichidități nelimitate și care are puterea de a altera valoarea banilor să fie atât de lipsită de încredere în forța ei de a influența rezultatele economice, încât să fie nevoită să înșele publicul?

Răspunsul stă în vechiul proverb: „Poți duce un cal la apă, dar nu-l poți forța să bea“. Băncile centrale pot scădea costul împrumuturilor, dar nu există nicio garanție că publicul va răspunde ca atare. Motivația jocului la cacealma al băncilor centrale devine mai clară atunci când luăm în considerare „dilema prizonierului“ ca mod de abordare a reacțiilor oamenilor la rate ale dobânzii mai scăzute. În esență, teama oamenilor că alții ar putea să nu acționeze în avantajul lor îi face susceptibili de a alege un rezultat inferior.

Dilema prizonierului este un joc sub forma unui experiment mental, care descrie situația dificilă în care se află doi oameni ce au fost închiși și sunt ținuți în arest solitar, sub suspiciunea unei infracțiuni de care se fac vinovați. Dar procurorul nu are suficiente dovezi, iar prizonierii pot fi acuzați doar de fapte minore. Așa că fiecare dintre ei i se oferă un târg: dacă mărturisește că partenerul lui a comis infracțiunea, este eliberat, iar celălalt e condamnat, primind o sentință aspră. Dar, dacă amândoi cad de acord să depună mărturie împotriva celuilalt, amândoi vor fi condamnați la pedepse aspre. Cel mai bun rezultat pentru amândoi prizonierii este să nu mărturisească nimic și să primească doar o pedeapsă minimă. Dar, fiindcă fiecare dintre ei se teme că ar putea fi trădat de celălalt, ei depun mărturie, spre a profita de înțelegerea cu procurorul. În loc să aibă încredere unul în