

Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner  
și Henry M. Paulson Jr.

# LUPTA CU FOCUL

## Criza financiară și lecțiile ei

Traducere din limba engleză de  
Bogdan Ghiurco

 ACT și Politon

2022

# CUPRINS

INTRODUCERE	11
Capitolul 1 VEGETAȚIA USCATĂ: Rădăcinile crizei	25
Capitolul 2 PRIMELE FLĂCĂRI: august 2007 – martie 2008	53
Capitolul 3 FOCUL SE EXTINDE: martie 2008 – septembrie 2008	71
Capitolul 4 INFERNUL: septembrie 2008 – octombrie 2008	91
Capitolul 5 STINGEREA FOCULUI: octombrie 2008 – mai 2009	123
Concluzie URMĂTORUL INCENDIU	157
MULȚUMIRI	185
GRAFICELE CRIZEI FINANCIARE	187
ACRONIME	191
NOTE	275

# INTRODUCERE

## **CATASTROFELE FINANCIARE DE PROPORȚII EPICE SE PRODUC RAR.**

De regulă, tumultul de pe piețele financiare se stinge de la sine. Piețele se adaptează, firmele dau faliment și viața merge înainte. Alteori, vâlvătaia financiară este atât de puternică, încât decidenții politici trebuie să intervină, s-o potolească. Acordă împrumuturi companiilor care au nevoie de lichidități sau găsesc o modalitate sigură de a lichida firmele cu probleme, și viața merge înainte. Se întâmplă extrem de rar ca vâlvătaia să scape de sub control, amenințând să distrugă întregul sistem financiar și restul economiei, creând disrupții și lipsuri extreme. S-a întâmplat în Statele Unite în timpul Marii Depresiuni Economice și nu s-a mai repetat vreme de 75 de ani.

Dar s-a întâmplat din nou în 2008. Guvernul Statelor Unite – doi președinți succesivi, Congresul, Rezerva Federală, Departamentul Trezoreriei și mii de funcționari publici de la diverse agenții – s-a confruntat cu cea mai gravă criză financiară din ultimele decenii. În tot acest timp, noi trei am ocupat funcții de decizie – Ben S. Bernanke era președintele Rezervei Federale, Henry M. Paulson Jr., secretarul Trezoreriei sub președintele George W. Bush, iar Timothy

F. Geithner, președintele Băncii Rezervei Federale din New York, în administrația Bush, și, ulterior, secretarul Trezoreriei sub președintele Barack Obama. Am contribuit la stabilirea răspunsului american și internațional în fața unei catastrofe care a înăbușit creditele globale, a devastat finanțele globale și a lăsat economia americană pradă unei recesiuni de proporții, nemaîntâlnită de pe vremea cozilor la alimente și a bidonvilurilor din anii '30.

Împreună cu colegii de la Rezerva Federală, Trezorerie și alte agenții, ne-am luptat cu focul, construind un baraj fără precedent de intervenții de urgență, de la împrumuturile convenționale și, ulterior, neconvenționale, la salvarea de către guvern a marilor firme și la sprijinul acestuia față de piețele de credit vitale. Dar focul s-a extins în continuare cu furie, așa că am convins Congresul să ne dea instrumente și mai puternice pentru a-l combate, printre care autoritatea de a injecta sute de miliarde de dolari în instituțiile financiare private. În colaborare cu un remarcabil și devotat grup de oficialități publice din Statele Unite și din întreaga lume, am reușit, în cele din urmă, să stabilizăm sistemul financiar înainte ca canalele de credit înghețate și prăbușirea valorilor activelor să arunce economia globală într-o nouă depresiune. Chiar și așa, aceasta a suferit o recesiune majoră și a fost nevoie de o serie fără precedent de stimulente monetare și fiscale pentru a o redresa.

A fost o panică financiară clasică, amintind de accesele și crizele care au afectat finanțele vreme de sute de ani. Știm din această experiență îndelungată că daunele provocate de panica financiară nu se limitează niciodată la sectorul financiar, chiar dacă strategiile pentru stoparea lor impun sprijin pentru acest sector. Americanii care nu sunt

bancheri sau investitori se bazează încă pe un sistem funcțional de creditare pentru a-și cumpăra mașini și locuințe, a accesa credite pentru studii universitare și a-și dezvolta afacerile. Crizele financiare care afectează sistemul de creditare pot crea recesiuni brutale, care afectează deopotrivă familiile obișnuite și elitele financiare. În prezent, mare parte din publicul american își amintește de intervențiile guvernului ca de o măsură de salvare a Wall Street-ului, dar scopul nostru a fost, dintotdeauna, împiedicarea colapsului financiar al micilor afaceri independente. Singura modalitate de prevenire a daunelor economice cauzate de un incendiu financiar este prin stingerea lui și este aproape imposibil să faci asta fără a-i ajuta și pe unii dintre cei care l-au declanșat.

După zece ani, ne-am gândit că ar fi util să privim în urmă, să vedem cum s-a produs criza și să reflectăm la lecțiile care s-ar putea dovedi folositoare pentru reducerea daunelor cauzate de crize viitoare. Toți trei am scris deja memorii despre experiențele noastre, dar ne-am dorit să vorbim despre ceea ce am făcut și învățat împreună, despre teoria și practica combaterii dezastrelor financiare. Avem experiențe și personalități foarte diferite. Nu ne cunoșteam bine înainte de criză. Dar, în timp ce încercam să stingem incendiul, am găsit modalități eficiente de colaborare și, după părerea noastră, unele principii de bază s-ar putea aplica pentru combaterea oricărui dezastru din sectorul financiar. În parte, crizele economice se repetă din cauză că amintirile se estompează. Scriem din nou despre acest lucru pentru a transmite o parte din lecțiile-cheie din experiența noastră, în speranța că ele ne vor păstra amintirile vii și că îi vor ajuta pe „pompierii” viitorului să protejeze economia de ravagiile crizelor financiare.

De ce s-a produs criza și de ce a fost atât de devastatoare?

Din nou, a fost o panică financiară clasică, un asalt asupra sistemului financiar declanșat de criza de încredere în împrumuturile ipotecare. Aceasta a fost alimentată, cum se întâmplă de obicei într-o criză, de o perioadă de avânt a creditării, în care multe familii și instituții financiare s-au supraîndatorat foarte mult, finanțându-se aproape exclusiv din datorii. Pericolul s-a agravat pentru că o foarte mare parte din risc a migrat către instituțiile financiare care operau în afara constrângerilor și a protecțiilor sistemului bancar tradițional și pentru că o mare parte din efectul de pârghie\* a luat forma unei finanțări instabile, pe termen scurt, care risca să dispară la primele semne de dificultate. Aceste puncte slabe au fost lăsate să se adâncească de către birocrăția fragmentată americană a reglementărilor financiare, un amalgam de agenții, autorități și regulamente rămase cu zeci de ani în urmă față de realitatea pieței în schimbare și de inovațiile financiare rapide. Iar una dintre aceste inovații, securitizarea, mecanismul folosit de Wall Street pentru a tăia și împărți ipotecile în produse financiare complexe, devenite omniprezente în finanțele moderne, a contribuit la transformarea panicii declanșate de riscurile presupuse de ipotecile subiacente într-o panică legată de stabilitatea întregului sistem.

Aceste probleme nu păreau prea presante în timpul perioadei de avânt, când sistemul financiar părea neobișnuit

---

\* Efectul de pârghie sau de levier. Strategie de investiții care folosește bani împrumutați pentru a crește randamentul potențial al unei investiții. Este un instrument care permite investitorilor să-și multiplice capacitatea de speculație sau investiție fără a recurge la fonduri proprii mai mari. (n. trad.)

de stabil, părerea generală era că prețurile locuințelor vor continua să crească la nesfârșit și mulți specialiști de pe Wall Street, de la Washington sau din mediul academic, considerau că momentele de criză financiară țineau de trecut. Însă, după ce bula imobiliară s-a spart, teama de pierderi a creat spaimă, întrucât investitorii și creditorii și-au redus rapid expunerea la orice lucru sau persoană care avea de-a face cu activele garantate ipotecar, declanșând vânzări în regim de urgență (unde investitorii rămași fără numerar sunt obligați să-și vândă activele la orice preț) și apeluri în marjă (unde investitorii care au cumpărat active pe credit sunt obligați să facă rost de mai mulți bani), fapt care, la rândul lui, a declanșat și mai multe vânzări în regim de urgență și apeluri în marjă. Panica financiară a paralizat creditele și a spulberat încrederea în economie, per ansamblu, șomajul și executările silite rezultate sporind, de asemenea, panica din sistemul financiar.

După un deceniu, acest circuit blestemat al fricii financiare și al suferinței economice a început să se șteargă din memoria oamenilor. Însă haosul și spaima perioadei cu greu pot fi descrise. Începând din septembrie 2008, într-o singură lună, s-a produs o succesiune de evenimente, primul fiind cea mai mare și mai surprinzătoare intervenție guvernamentală pe piețele financiare după Marea Depresiune Economică: naționalizarea bruscă a gigantilor ipotecari Fannie Mae\* și Freddie Mac\*\*; prăbușirea venerabilei bănci de investiții Lehman Brothers, cel mai mare faliment din

---

\* Federal National Mortgage Association – Asociația Federală Națională Ipotecară. (n. red.)

\*\* Federal Home Loan Mortgage Corporation – Corporația Federală de Împrumuturi Ipotecare pentru Locuințe. (n. red.)

istoria S.U.A.; colapsul firmei de brokeraj Merrill Lynch, răscumpărată de Bank of America; sprijinul guvernamental de 85 de miliarde de dolari acordat companiei de asigurări AIG, pentru a preveni un faliment și mai răsunător decât cel al firmei Lehman; cele mai mari două eșecuri din istoria S.U.A. pentru băncile asigurate federal, Washington Mutual și Wachovia; dispariția modelului investițional bancar care devenise sinonim cu Wall Street-ul modern; primele garanții guvernamentale din istorie, de peste 3 trilioane de dolari, acordate fondurilor de pe piața monetară; blocarea unor bilete la ordin negarantate în valoare de 1 trilion de dolari; și aprobarea de către Congres, după o respingere inițială, a unui ajutor guvernamental de 700 de miliarde de dolari pentru întregul sistem financiar, menit să împiedice prăbușirea pieței. Toate acestea s-au petrecut în timpul campaniei electorale prezidențiale. Se spune că Lenin ar fi declarat că există decenii când nu se întâmplă nimic și câteva săptămâni când se petrec evenimente cât pentru decenii întregi – aceasta a fost senzația creată de criză.

Puterea celor desemnați de guvern să gestioneze criza s-a dovedit inițial insuficientă pentru a opri panica, în parte fiindcă originea nenumăratelor probleme se afla în afara jurisdicției Rezervei Federale asupra băncilor comerciale. Dar, în cele din urmă, am convins Congresul să ne dea autoritatea de care aveam nevoie pentru a restabili încrederea în sistem, și cei care au stârnit panica au încetat, în sfârșit, să o mai răspândească. Într-o perioadă de partizanat intens și scepticism predominant față de guvern, administrația republicană și, ulterior, cea democrată, au colaborat cu funcționari publici independenți și (uneori) cu lideri legislativi care se bucurau de susținerea ambelor partide,

pentru a dezamorsa cea mai gravă amenințare la adresa capitalismului din ultimele decenii.

Toți trei credem cu tărie în puterea piețelor libere și am avut mari rețineri să salvăm bancherii și investitorii nesăbuiți de urmările greșelilor lor. Pe cât posibil, guvernul S.U.A. a impus condiții dure pentru firmele care au primit ajutor; uneori, necesitatea de a convinge, deopotrivă, instituții puternice și instituții mai slabe să participe la eforturile de consolidare a sistemului și de revigorare a încrederii ne-a făcut să limităm asprimea termenilor programelor. Dar știam că nu era o variantă rezonabilă să facem un pas înapoi și să lăsăm natura să-și urmeze cursul. Mâna invizibilă a capitalismului nu poate stăvili colapsul financiar total; numai mâna vizibilă a guvernului poate reuși asta. Iar un colaps financiar total creează o recesiune nemiloasă, care distruge afacerile, limitează oportunitățile și omoară visurile.

De altfel, șocurile financiare din 2008 au fost, din mai multe puncte de vedere, mai mari decât cele premergătoare Marii Depresiuni, la fel și impactul economic inițial. Până la sfârșitul anului, chiar și după o serie extrem de agresivă de intervenții financiare, economia S.U.A. a pierdut lunar 750.000 de locuri de muncă, iar nivelul scăderii a atins o rată anuală de 8%. Însă, până în iunie 2009, contracția economică, cunoscută popular sub denumirea de Marea Recesiune, s-a încheiat, iar procesul ulterior de recuperare are deja zece ani vechime și este în plină desfășurare – o revenire impresionantă, în comparație cu crizele anterioare sau situația altor țări dezvoltate de după această criză. Piața bursieră din S.U.A., piața muncii și piața imobiliară au revenit la lumină din adâncuri și au urcat spre noi culmi. Experții au prezis că strategia adoptată se va solda cu

hiperinflație, stagnare economică și prăbușire fiscală și că eforturile guvernului de a salva băncile în derivă și, în cele din urmă, întregul sistem financiar, vor costa contribuabilii câteva trilioane de dolari, fără a remedia problemele de bază. Dar am reușit să creștem economia, sectorul financiar reluându-și funcționarea relativ repede, iar diversele programe financiare au adus un profit considerabil contribuabililor americani. Criza a fost devastatoare, lăsând cicatrice adânci și de durată în rândul multor familii, în cadrul economiei globale și al sistemului politic american. Dar pagubele ar fi fost mult mai grave fără eforturile de salvare concertate pe care Statele Unite au reușit, în cele din urmă, să le depună.

Acum suntem mai protejați?

Statele Unite și celelalte țări au adoptat reforme financiare radicale, care ar trebui să reducă probabilitatea unui nou dezastru în viitorul apropiat. În parte, ca urmare a acestor reforme, instituțiile financiare au mai mult capital, un efect de pârghie mai scăzut, mai multe lichidități, și depind mai puțin de finanțarea pe termen scurt. Cu alte cuvinte, în zilele noastre, reglementările de protecție împotriva unei vâlvătaii financiare sunt mai solide. Din păcate, prevenția nu este niciodată infailibilă, la fel cum nu există clădiri ignifuge. Și, mai ales în Statele Unite, unde intervențiile guvernamentale au declanșat o reacție publică atât de violentă, politicienii au slăbit capacitatea celor care luptă cu focul de a reacționa la următoarea criză, sustrăgând unele atribuții ale celor responsabili cu gestionarea crizei, în speranța că astfel vor fi evitate viitoare ajutoare necondiționate din partea statului. În realitate, aceste limitări, oricât de bine

intenționate ar fi, vor agrava cel mai probabil următoarea criză, iar daunele economice rezultate vor fi mai grave. Convingerea că legislația care interzice ajutoarele financiare din partea statului le va preveni efectiv în toate scenariile viitoare este o iluzie puternică, dar periculoasă.

Reacțiile au fost inevitabile și firești. Cu toate că acțiunile guvernului de a pune capăt panicii și a remedia sistemul financiar defect au avut în cele din urmă succes, nu au reușit să protejeze milioane de persoane de șomaj sau de pierderea locuinței. De ele au profitat, în mod inevitabil, mulți dintre cei care au făcut parte din acest sistem defect, și chiar unii care au contribuit la incendierea lui. Totuși, data viitoare când va izbucni un nou incendiu financiar, ar fi bine ca Statele Unite să aibă o unitate de intervenție mai bine pregătită, cu pompieri mai bine echipați. Unul dintre motivele pentru care criza a fost atât de devastatoare a fost că guvernul nu a avut instrumentele necesare pentru a riposta de la bun început cu o forță copleșitoare. Îngrijorarea noastră este că, dacă Washingtonul nu va face schimbări semnificative, primii care vor interveni în viitor vor avea instrumente și mai puține și mai slabe decât până acum – și, asemenea nouă, vor fi nevoiți să facă presiuni asupra politicianilor pentru a îmbunătăți dotările unității de intervenție într-un moment în care focul este deja în toi.

Ne dorim ca America să fie pregătită pentru incendiu data viitoare, fiindcă, citându-l pe James Baldwin, focul va veni într-un final. Din acest motiv, credem că este extrem de important să înțelegem ultima criză: cum a început, cum s-a răspândit, de ce a avut proporții atât de devastatoare, cum am luptat noi și colegii noștri pentru combaterea ei, ce a funcționat și ce nu. Ne temem că o națiune care nu

înțelege lecțiile acestui colaps va fi sortită să suporte o lecție și mai dură.

O parte dintre aceste lecții se concentrează pe măsuri de prognoză și prevenție, întrucât cel mai bun mod de a reduce la minimum daunele cauzate de o criză financiară este să o împiedicăm să înceapă. Majoritatea crizelor urmează un tipar similar, deci este posibil să percepem semnalele de avertizare, cum ar fi, de exemplu, un efect de pârghie excesiv în sistemul financiar, mai ales atunci când acesta depinde prea mult de finanțarea pe termen scurt, în special în sectoarele sistemului cu reglementări slabe anti-incendiu și un acces limitat la unitatea de intervenție. Dar este important și să fim umili în fața capacității ființei umane de a prevedea panica, deoarece asta presupune anticiparea comportamentului altor oameni, care interacționează în sisteme complexe. Sistemele financiare sunt inerent fragile, iar riscurile financiare tind să ocolească obstacolele reglementărilor, așa cum un râu curge pe lângă stânci. Nu există o modalitate sigură de a evita panica, deoarece nu există o modalitate sigură de a evita excesul de încredere sau confuzie. Oamenii sunt oameni, motiv pentru care suntem de părere că ar trebui să privim crizele așa cum se gândesc budiștii la moarte: fără să știm când și în ce împrejurări se vor produce, dar având certitudinea că acest lucru se va întâmpla în cele din urmă.

Criza a fost o lecție importantă și pentru arta și știința reacției la crize. Pe cât de dificil sunt acestea de anticipat, cel puțin la fel de greu este de știut la începutul unei crize dacă avem de-a face cu un simplu foc de paie sau cu un incendiu catastrofal. În general, este sănătos ca firmele în pragul falimentului să fie lăsate să falimenteze, iar

decidenții politici nu ar trebui să reacționeze excesiv la fiecare gol de aer de pe piață sau regres al unei bănci importante, ca și când acestea ar fi precursorile unui dezastru. O reacție prea rapidă îi poate încuraja pe cei care își asumă riscuri să creadă că nu vor suporta niciodată consecințele pentru pariurile lor proaste, creând un „risc moral” care poate stimula speculații și mai iresponsabile și pregătind terenul pentru viitoare crize. Dar, odată ce e clar că o criză este într-adevăr sistemică, o reacție insuficientă este mult mai periculoasă decât una excesivă, o intervenție târzie creând mai multe probleme decât una prea timpurie, jumătățile de măsură nefăcând altceva decât să toarne gaz pe foc. Prioritatea maximă într-o criză de proporții ar trebui să fie întotdeauna încheierea ei, cu riscul creării unui risc moral; dezavantajele încurajării oamenilor să-și asume riscuri în mod nedisciplinat în viitor, deși sunt reale, pălesc în comparație cu dezavantajele unui colaps sistemic în prezent. Când se instaurează panica, decidenții politici trebuie să facă tot ce le stă în putință pentru a o înăbuși, indiferent de ramificațiile politice, indiferent de convingerile lor ideologice, de ceea ce au spus sau au promis în trecut. Politicile salvărilor financiare sunt teribile, dar depresiunile economice sunt și mai grave.

Nu avem soluții ușoare pentru îmbunătățirea politicii de reacție la o criză, dar sperăm să ajutăm la înțelegerea contextului pentru alegerile pe care le-am făcut și la perfecționarea manualului de prim-ajutor pentru viitoarele crize. Vom încerca să răspundem la câteva dintre întrebările legate de deciziile noastre, cum ar fi: de ce guvernul nu a putut salva Lehman Brothers, deși a salvat AIG, și de ce nu am încercat să destrămăm megabăncile de pe Wall Street la finalul crizei? De asemenea, vom discuta despre

alte lecții ale crizei, printre care importanța combinării eforturilor de stabilizare a sistemului financiar cu programe de stimulare menite să consolideze economia per ansamblu și despre necesitatea reglementării guvernamentale a instituțiilor financiare care nu sunt bănci comerciale tradiționale, dar care pot prezenta riscuri similare pentru sistem. Vom discuta despre dificultatea de a lua decizii în negura unui război financiar și despre importanța alcătuirii unor echipe de profesioniști experimentați și dedicați în cadrul Trezoreriei, Rezervei Federale, Agenției Federale de Asigurare a Depozitelor\* și a altor agenții care sunt deschise să colaboreze, în loc să facă concurență. Vom discuta despre impactul și limitele reformelor de după criză și despre modul în care ar putea fi îmbunătățite. Și, deși niciunul dintre noi nu este politician, avem câteva sugestii legate de procesul politic, adesea deprimant și frustrant, dar uneori de-a dreptul înălțător.

Tonul procesului politic este dat de factorii de la cel mai înalt nivel. Într-un moment istoric extraordinar de periculos, președinții Bush și Obama au avut curajul să susțină intervenții extrem de nepopulare, dar critice pentru sistemul financiar. Și, cu toate că am avut motivele noastre de nemulțumire în ce privește Congresul, liderii legislativi republicani și democrați au colaborat în momentele decisive, sprijinind eforturile, nocive din punct de vedere politic, de naționalizare a instituțiilor Fannie Mae și Freddie Mac și, apoi, de salvare a întregului sistem financiar, două măsuri care s-au dovedit a fi ultimele acte legislative majore ale S.U.A. ce au primit sprijin semnificativ din partea ambelor partide. Criza din 2008 a afectat grav încrederea în

---

\* Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). (n. trad.)

instituțiile publice, dar credem că răspunsul S.U.A. la criză a demonstrat potențialul de care dispunem atunci când oficialii de la toate nivelurile guvernamentale colaborează pentru binele public, în condiții de stres intens.

Înțelegem de ce mulți americani consideră că răspunsul guvernului la criză nu a fost unul de succes sau nici măcar legitim. A părut un răspuns dezordonat și inconsecvent, pentru că, de multe ori, chiar așa a fost; am bâjbâit în întuneric, încercând să traversăm o zonă periculoasă și neexplorată a hărții financiare. Am urmat inițial un traseu tradițional, dar sistemul financiar modern este mult mai complex decât era odată, așa că a trebuit să facem multe experimente și să sărim peste unele etape. Ne-am chinuit să-i ținem piept focului folosind unelte nepotrivite pentru această sarcină, după care ne-am chinuit să-i convingem pe politicieni să ne dea instrumente mai puternice. Și, deși nu există cuvinte magice pentru a convinge publicul să accepte ideea salvării băncilor sau alte politici controversate, ne-am străduit în permanență să comunicăm cu privire la ce facem și de ce.

Sperăm că acum vom reuși să ne achităm mai bine de această sarcină. Povestea crizei este dureroasă, dar, în anumite privințe, este una plină de speranță. Totodată, credem că poate fi și o poveste utilă.

## VEGETAȚIA USCATĂ

### Rădăcinile crizei

#### **SCÂNTEIA CARE A DECLANȘAT INCENDIUL FINANCIAR DIN 2008**

s-a produs din cauza împrumuturilor iresponsabile din sectorul american al creditelor ipotecare subprime. Însă tulburările din acest colț haotic, dar relativ mic, al piețelor de credit nu ar fi putut provoca un infern global dacă întregul sistem financiar n-ar fi fost năpădit de vegetație uscată. Colapsul creditelor subprime a fost cauza imediată a crizei, dar au existat alte motive profunde care au făcut ca sistemul fragil să fie vulnerabil la dezastru. Pentru a înțelege rădăcinile crizei, este important să știm ce anume a declanșat scânteia și, în același timp, de ce pădurea a fost atât de inflamabilă. Și înțelegerea cauzelor crizei este esențială pentru reducerea probabilității și intensității crizelor viitoare.

După cum spunea Mark Twain, istoria nu se repetă, dar, adesea, rimează. Această criză a urmat tiparul crizelor de proporții din trecut – o perioadă caracterizată de manie, urmată de panică, apoi de colaps, ca să apelăm la expresia istoricului economist Charles Kindleberger – cu răsturnări de situație moderne, care au făcut ca panica să fie și mai dificil de anticipat și de potolit. A început, ca orice criză

majoră, cu o isterie a împrumuturilor, cu un avânt al creditării, într-o perioadă de încredere excesivă, care s-a prăbușit după ce încrederea a dispărut. Iar sistemul financiar a reflectat excesul de încredere creat de acest avânt. Companiile financiare și-au asumat datorii prea riscante. O mare parte din datorii erau sub forma unor debite „executabile” pe termen scurt, care puteau dispărea ori de câte ori creditorii erau cuprinși de agitație. O mare parte din risc a migrat către firmele din afara sistemului bancar tradițional, unde reglementarea și supravegherea erau inadecvate, iar plasa de siguranță concepută pentru a proteja băncile în caz de urgență era inaccesibilă. În plus, numeroase instituții financiare au fost prea expuse la ipoteci prin canale directe și indirecte, inclusiv prin omniprezentele active garantate ipotecar, considerate sigure în timpul bulei imobiliare, dar care au devenit toxice odată ce bula s-a spart. Acest lucru a contribuit la creșterea panicii în rândul investitorilor, care a pornit de la domeniul activelor garantate de ipoteci subprime dubioase și a cuprins toate activele ipotecare, apoi firmele considerate vulnerabile la aceste active și chiar și firmele partenere. Panica este molipsitoare.

Privind în urmă la distanță de un deceniu, aceste probleme pot părea evidente, dar ele nu au fost înțelese bine la momentul respectiv. Deși toate crizele încep cu un boom al creditelor, nu toate boomurile creditelor se încheie cu o criză, iar în primii ani ai secolului XXI, sistemul financiar părea mai stabil ca niciodată; 2005 a fost primul an de după Marea Depresiune în care nu s-a înregistrat niciun faliment bancar. Boomul ascundea însă unele provocări economice serioase pe termen lung pentru America – creșterea inegalității veniturilor, salariile în stagnare, creșterea lentă a productivității, scăderea îngrijorătoare a prezenței

bărbaților la vârsta activă pe piața muncii – dar, în general, economia S.U.A. părea solidă. Totodată, exista convingerea larg răspândită că, dacă economia se va poticni, sistemul financiar va rezista. La urma urmei, în deceniile precedente, suportase destul de bine o serie de recesiuni modeste și alte testări, iar băncile păreau să aibă suficient capital pentru a absorbi pierderile, în cazul unui declin. La acea vreme, economiștii serioși susțineau că, datorită inovațiilor financiare, cum ar fi instrumentele derivate, și presupusei lor capacități de a diversifica mai bine riscurile, crizele erau de domeniul trecutului.

Dar crizele financiare nu vor fi niciodată de domeniul trecutului. Perioadele lungi de stabilitate pot crea o încredere excesivă care duce la instabilitate, după cum bine a observat economistul Hyman Minsky. Iar în aceste perioade de avânt, când lichiditățile par nelimitate și valorile activelor par menite să crească la nesfârșit, oamenii tind să-și asume riscuri excesive, creând pericole cu consecințe care se extind dincolo de ei.

Înainte de criză, niciunul dintre noi nu a înțeles pe deplin punctele slabe care se formau în sistemul financiar. Dar niciunul dintre noi nu a crezut vreo clipă că crizele financiare erau depășite, poate pentru că ne-am petrecut mare parte din carieră analizându-le – Ben în mediul academic, Tim în cadrul administrației guvernamentale, iar Hank pe piețele financiare. În calitate de profesor de economie la Universitatea Princeton, Ben a studiat Marea Depresiune, principalul exemplu istoric de instabilitate financiară care a scufundat întreaga economie. În calitate de funcționar public de carieră în cadrul Trezoreriei și, mai târziu, al Fondului Monetar Internațional, Tim a înțeles provocările

crizelor financiare din Mexic, Asia și din alte părți ale lumii. Iar Hank, în calitate de CEO al companiei Goldman Sachs, a văzut cu ochii lui prăbușirea fondului speculativ Long-Term Capital Management și intrarea Rusiei în incapacitate de plată. Cu toții am descoperit cât de repede se pot prăbuși piețele supraîncălzite și, deși niciunul dintre noi nu a fost atât de îngrijorat pe cât ar fi trebuit, nu am crezut că inovațiile financiare și complicarea finanțelor moderne oferă imunitate împotriva unei crize.

Sistemul financiar este vital pentru economie. Dar finanțele, cel puțin așa cum sunt organizate în economiile moderne, sunt, în mod inerent, fragile. Înainte de a discuta factorii specifici care au făcut ca sistemul să fie nefiresc de vulnerabil la panică în urmă cu un deceniu, merită să vorbim despre motivul pentru care sistemul este, a fost și va fi întotdeauna vulnerabil în fața panicii.

## JOCUL ÎNCREDERII

Vulnerabilitatea de bază a sistemului financiar provine din faptul că băncile asigură două funcții economice importante care, din când în când, intră în conflict. Ele oferă oamenilor un loc ușor accesibil de depozitare a banilor, cu un grad de siguranță și o rată a dobânzii mai mari decât dositul lor sub saltea; apoi, cu acești bani, acordă împrumuturi pentru finanțarea unor investiții riscante în case, automobile și companii, îmbunătățind astfel nivelul de trai și făcând să meargă economia. Cu alte cuvinte, împrumută bani pe termen scurt pentru a acorda împrumuturi pe termen lung, un proces cunoscut sub numele de „transformare a scadenței”. Aceasta poate fi o modalitate eficientă de alocare a

capitalului în scopuri productive, oferind societății, per ansamblu, capacitatea de a aloca resurse investițiilor nelichide de lungă durată, generatoare de prosperitate și progres, și punând totodată la dispoziția membrilor individuali ai societății numerarul, atunci când aceștia au nevoie de el.

Dar transformarea scadenței vine cu unele riscuri. Fiecare instituție care adoptă o poziție scurtă de debitare și una lungă de creditare\* este vulnerabilă în fața unei „retrageri masive a depozitelor”, ca în faimoasa scenă de la Bailey Bros. Building & Loan Association din filmul *It's a Wonderful Life* (*O viață minunată*). După cum le-a explicat și George Bailey, personajul interpretat de Jimmy Stewart, locuitorilor din Bedford Falls care vociferau și își cereau banii înapoi, în bancă este păstrată o foarte mică parte din banii pe care deponenții și alți creditori pe termen scurt îi împrumută acesteia. Iar asta poate fi o problemă în acele situații rare în care creditorii își pierd încrederea în bancă și își cer concomitent banii înapoi. Și, în aceste cazuri rare, problema este una serioasă, deoarece majoritatea banilor lor au fost deja împrumutați. Chiar și o bancă solventă, cu active mai valoroase decât datoriile, se poate prăbuși, dacă aceste active nu se dovedesc suficient de lichide pentru a acoperi cererile imediate de numerar ale creditorilor.

---

\* În domeniul financiar, poziția scurtă se referă la investițiile care devin profitabile atunci când valoarea activelor scade. Există mai multe modalități de obținere a unei poziții scurte (contracte futures, opțiuni etc.), dar, în principiu, acestea presupun împrumutarea unor active pe baza unui comision și vânzarea lor imediată, în speranța că prețul acestora va scădea până în momentul restituirii împrumutului. Poziția lungă este o tehnică de investiții mai „clasică”, care mizează pe creșterea valorii activelor cumpărate. (n. trad.)

Statele Unite, ca de altfel majoritatea țărilor, au încercat să reducă acest risc prin reglementări care să limiteze riscurile pe care băncile și le pot asuma, împreună cu asigurări guvernamentale pentru deponenți, menite să le potolească imboldul de a-și retrage banii în cazul în care banca lor trece printr-o perioadă de aparentă instabilitate. Dar majoritatea băncilor care acceptă depozite depind în continuare de alte forme de finanțare neasigurate și care pot fi retrase oricând. Iar în epoca actuală, o retragere nu mai presupune prezența fizică la bancă, ci doar un click cu mouse-ul. Acest lucru face ca băncile și alți intermediari financiari să fie deosebit de vulnerabili la izbucnirea panicii. Reglementările preventive pot limita acest risc, dar nu îl pot elimina, atât timp cât scopul băncilor este transformarea scadenței și acordarea împrumuturilor cu risc intrinsec persoanelor fizice și companiilor.

Idea generală este că instituțiile financiare, spre deosebire de alte afaceri al căror succes depinde în primul rând de costul și calitatea bunurilor și serviciilor, sunt dependente de încredere. De aceea cuvântul „credit” provine din latinescul „credință”, de aceea spunem că putem „conta” pe lucruri despre care știm că sunt adevărate, de aceea unele instituții financiare sunt numite „trusturi”<sup>\*</sup>. De aceea arhitectura bancară tradițională s-a bazat atât de mult pe fațade impunătoare și coloane de granit, pentru a transmite o aură de stabilitate și trăinicie, spre deosebire de fragilitatea finanțelor. Nicio instituție financiară nu poate funcționa fără încredere, iar încrederea este efemeră. Poate dispărea oricând, din motive raționale sau iraționale. Iar atunci când dispăre, se întâmplă repede și cu greu poate fi recâștigată.

---

<sup>\*</sup> În engleză, cuvântul „trust” înseamnă „încredere”. (n. trad.)