

**CUM DAU ȚĂRILE FALIMENT**

**MARELE CICLU**

**COROLA**

marcă a

Editurii ACT și Politon

Str. Înclinată, nr. 129, Sector 5, București, România, C.P. 050202.

Tel: 0751 066 964, e-mail: office@corola.net

www.corola.net

**How Countries Go Broke**

Copyright © 2025 by Ray Dalio

Originally published by AVID READER PRESS an imprint of Simon & Schuster, LLC

© 2026 Editura ACT și Politon pentru prezenta ediție românească

Traducător: **Alexandra Țabără**

Redactor: **Maria Nicula**

Tehnoredactor: **Teodora Vlădescu**

Coperta: **Alexandra Ilie**

Copywriter: **Otilia Caraza**

Copyright Manager: **Andrei Popa**

Producător: **Adrian Hoțoiu**

**Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României**

**DALIO, RAY**

**Cum dau țările faliment - Marele ciclu** / Ray Dalio; trad.: Alexandra Țabără. - București: ACT și Politon, 2026

ISBN 978-630-303-420-1

I. Țabără, Alexandra (trad.)

338

**AVERTISMENT:** Distribuirea, copierea sau piratarea în orice fel a acestei cărți nu este pedepsită numai prin lege, dar contravine și tuturor normelor și principiilor etice și sănătoase pe care un astfel de titlu le promovează. Ce fel de efect va avea energia pe care vreți să o transmiteți mai departe, dacă aceasta vine prin furt, ilegalitate și lipsă de respect față de autor și față de toți cei care au contribuit la crearea acestei cărți, astfel ca ea să ajungă la dumneavoastră? Împărtășiți cu ceilalți informațiile importante, valorile și lecțiile pe care le-ați aflat din acest material, într-un mod corect și responsabil.

RAY DALIO

CUM DAU ȚĂRILE  
,  
FALIMENT  
MARELE CICLU

Traducere din limba engleză  
de **Alexandra Țabără**



# ALTE TITLURI DE RAY DALIO

## Cărți

*Principii\**

*Principles for Navigating Big Debt Crises (Principii pentru gestionarea marilor crize ale datoriilor)*

*Principii pentru succes\*\**

*Principii de adaptare la ordinea mondială în schimbare\*\*\**

*Principii: jurnalul tău călăuzitor\*\*\*\**

Publicații suplimentare disponibile pe site-ul [economicprinciples.org](http://economicprinciples.org).

## Animații (disponibile pe YouTube)

*How the Economic Machine Works (Cum funcționează mașinăria economică)*

*Principles for Success (Principii pentru succes)*

*Principles for Dealing with the Changing World Order (Principii de adaptare la ordinea mondială în schimbare)*

## Aplicații și rețele sociale

Tot conținutul creat de Ray, precum și studiile de caz interactive create în cadrul companiei pe care a fondat-o, Bridgewater Associates, pot fi găsite în aplicația Principles In Action, disponibilă în magazinele de aplicații iOS și Android. Urmărește-l pe Ray pe LinkedIn, Facebook, Instagram, X, YouTube și TikTok.

## Curs digital

Ray a colaborat cu Wealth Management Institute din Singapore și ADGM Academy din Abu Dhabi pentru a oferi un curs digital bazat pe investițiile și principiile sale. Poți găsi informații despre cursul Dalio Market Principles pe [principles.com](http://principles.com).

---

\* Carte apărută la Editura ap! (ACT și Politon), București, 2019; titlu original: *Principles: Life & Work*.

\*\* Carte apărută la Editura ap! (ACT și Politon), București, 2022, titlu original: *Principles for Success*.

\*\*\* Carte apărută la Editura ap! (ACT și Politon), București, 2024, titlu original: *Principles for Dealing with the Changing World Order*.

\*\*\*\* Carte apărută la Editura ap! (ACT și Politon), București, 2024, titlu original: *Principles: Your Guided Journal*.

# DE CE OFER LUMII ACEASTĂ CARTE

Am scris această carte pentru a transmite cunoștințe și principii pe care le consider neprețuite, atemporale și universale, dobândite în cei peste 50 de ani de activitate ca investitor macro global. Nu cred că există cineva care să fi muncit mai asiduu, mai mulți ani și cu resurse mai bune pentru a dobândi aceste cunoștințe și principii. Ele m-au răsplătit pe mine și pe alții din plin, și nu vreau să moară odată cu mine. Cred că, puse în mâinile decidenților și investitorilor, conceptele pe care le explic pot face lumea să funcționeze mai bine. Mai presus de toate, sper că vei obține din lectura acestei cărți:

1. O înțelegere completă și practică a Marelui Ciclu al Datoriilor. Dacă doarești un rezumat foarte succint al acestuia, citește partea I, iar pentru o înțelegere mai aprofundată, citește partea a II-a.
2. O înțelegere mult mai practică a modului în care funcționează cu adevărat cererea și oferta, comparativ cu viziunea economică convențională. Acest aspect este tratat în detaliu în capitolul 2, dar este prezent pe tot parcursul cărții.
3. O înțelegere completă și practică a Marelui Ciclu General, care este determinat de Marele Ciclu al Datoriilor și de alte cicluri majore, inclusiv de marele ciclu politic din interiorul țărilor, care schimbă ordinea politică, și de marele ciclu geopolitic, care schimbă ordinea mondială. Unul dintre obiectivele principale ale acestei cărți este să te ajute să înțelegi cum Marele Ciclu General determină aceste schimbări majore, întrucât consider că ne aflăm chiar acum în pragul unei astfel de perioade de schimbări majore. Dacă e să citești doar un singur capitol din această carte, capitolul 8 ar fi cel mai important.

Materialul cărții completează și ajută la întregirea explicațiilor mele privind cunoștințele și principiile transmise în celelalte lucrări ale mele, cele mai importante fiind *Principii pentru gestionarea marilor crize ale datoriilor și Principii de adaptare la ordinea mondială în schimbare*. Întrucât multe lucruri sunt interconectate, pun toate acestea și multe altele într-un avatar AI al meu, cu care poți comunica ușor în mod direct. Dacă vrei să încerci, te poți înscrie pe [principles.com](https://principles.com).



## CU RECUNOȘTIȚĂ

Sunt incredibil de norocos să-mi pot compara și rafina gândirea împreună cu unii dintre cei mai avizați oameni din lume. Acest lucru este deosebit de important, deoarece gândirea mea este neconvențională în mare parte. Sunt deosebit de recunoscător foștilor secretari ai Trezoreriei, Larry Summers și Timothy Geithner, fostului președinte al Camerei Reprezentanților, Paul Ryan, fostului președinte al Băncii Centrale Europene, Mario Draghi, fostului guvernator al Băncii Japoniei, Haruhiko Kuroda, directorului general al Fondului Monetar Internațional, Kristalina Georgieva, și președintei Comitetului pentru un buget federal responsabil, Maya MacGuineas.

Analiza istorică aprofundată pe care îmi bazez ideile necesită o muncă analitică intensă. Aceasta nu ar fi fost posibilă fără ajutorul excelentei mele echipe de cercetare, formată din Steven Kryger, Bill Longfield, Udai Baisiwala, Hemanth Sanjeev, Kaus Bansal, Jonah Garnick, Nick Brown și Eric Styrcula.

Nu a fost o sarcină ușoară nici transformarea volumelor mele mari de cercetări și scrieri într-o carte, lucru care nu ar fi fost posibil fără ajutorul rapid și expert al lui Mark Kirby, Chris Edmonds, Julie Farnie, Brian De Los Santos, Martha Merrell, Millissa Henaire și Zoe Petkanas. Totodată, le sunt profund recunoscător lui Jim Levine, agentul meu literar, și lui Jofie Ferrari-Adler, editorul meu de la Simon & Schuster's Avid Reader Press. Ajutorul lor a fost indispensabil în publicarea tuturor cărților mele.



# CUPRINS

## INTRODUCERE

13

## PARTEA I

### PREZENTARE GENERALĂ A MARELUI CICLU AL DATORIILOR

21

1. Marele ciclu al datoriilor, pe scurt	25
2. Mecanismul în cuvinte și concepte	47
3. Mecanismul în cifre și ecuații	78

## PARTEA A II-A

### SUCCESIUNEA ARHETIPALĂ CARE DUCE LA FALIMENTUL GUVERNELOR CENTRALE ȘI AL BĂNCILOR CENTRALE

107

4. Succesiunea arhetipală	111
5. Criza datoriei în sectorul privat și în guvernul central (etapele 1-4)	118
6. Criza se revarsă asupra băncii centrale (etapele 5-6)	145
7. Criza anterioară a datoriei mari se retrage, se ajunge la un nou echilibru și poate începe un nou ciclu (etapele 7-9)	155
8. Marele ciclu general	171

**PARTEA A III-A**  
**PRIVIND ÎN URMĂ**

189

9. Perioada 1865 – 1945 în câteva cuvinte	195
10. Scurtă prezentare a marelui ciclu al datoriilor din 1945 și până în prezent	204
11. 1945-1971 – Un sistem monetar legat (forte)	221
12. 1971-2008 – O politică monetară bazată pe bani fiduciar și pe dobânzi	230
13. 2008-2020 – Moneda fiduciară și monetizarea datoriei	253
14. Începând cu 2020 – pandemia și marile deficite fiscale monetizate	264
15. Marele ciclu al chinei din 1945-1949 și până în prezent, pe scurt	276
16. Cazul Japoniei și lecțiile pe care le oferă	297

**PARTEA A IV-A**  
**PRIVIND ÎNAINTE**

327

17. Ce arată indicatorii mei	331
18. Soluția mea în 3 părți de 3%	341
19. Cum arată viitorul în opinia mea	365

## CUM SĂ CITEȘTI ACEASTĂ CARTE

- Întrucât recunosc că există cititori cu diferite niveluri de expertiză și care doresc să acorde o atenție diferențiată acestui subiect și întrucât vreau să te ajut să obții ceea ce dorești din această carte, **am subliniat scriind cu bold cele mai importante informații, astfel încât să poți citi doar aspectele esențiale și, opțional, să aprofundezi detaliile care te interesează.** Dacă ești profesionist sau aspirant la acest statut și te pasionează economia și piețele, îți recomand să citești totul, deoarece cred că îți va oferi o perspectivă unică pe care o vei aprecia și care te va ajuta să ai succes în carieră. Dacă nu ești, îți recomand să citești doar ceea ce este scris cu bold.
- În plus, doresc să transmit câteva principii care sunt adevăruri universale și atemporale pentru a face față realității, cărora **● le-am pus un punct roșu în față și pe care le-am scris cu caractere italice.**
- Cum îmi place să port conversații cu oamenii, și nu doar să împărtășesc ceea ce gândesc, și întrucât consider că aceste conversații îmi oferă un feedback neprețuit care îmi îmbunătățește gândirea, lucrez la câteva tehnologii noi în acest sens, inclusiv la o versiune AI a mea. Dacă vrei să afli mai multe despre asta, îți recomand să te înscrii pe site-ul [principles.com](https://principles.com) pentru a primi noutăți.
- Nu în ultimul rând, pentru a evita ca această carte să devină prea lungă, există și o mulțime de materiale suplimentare disponibile pe site-ul [economicprinciples.org](https://economicprinciples.org), inclusiv materiale de referință, trimiteri, mai multe date despre indici etc.



# INTRODUCERE

*Există limite pentru datoria și creșterea datoriei unei țări?*

*Ce se va întâmpla cu dobânzile și efectele lor dacă creșterea datoriei publice nu este încetinită?*

*Poate intra în faliment o țară mare și importantă, care are o rezervă valutară majoră, precum Statele Unite ale Americii – și dacă da, ce ar însemna asta?*

*Există un „Mare Ciclu al Datoriilor” pe care îl putem urmări și care ne-ar spune când trebuie să ne îngrijorăm în privința datoriilor și ce trebuie să facem în acest sens?*

**A**cestea nu sunt doar întrebări academice pentru economiștii din mediul academic. Sunt întrebări la care investitorii, decidenții politici și aproape toată lumea trebuie să răspundă, deoarece răspunsurile vor avea efecte enorme asupra bunăstării și viitoarelor noastre acțiuni. Însă, momentan, nu există răspunsuri definitive.

În prezent, unii oameni cred că nu există nicio limită pentru creșterea datoriei publice, mai ales dacă o țară are o rezervă valutară. Asta fiindcă ei cred că banca centrală a unei țări cu rezervă valutară, a cărei monedă este acceptată la scară largă în întreaga lume, poate tipări oricând bani pentru a-și achita datoriile. Alții cred că nivelurile ridicate și creșterea rapidă a datoriei sunt semne prevestitoare ale unei crize majore, dar nu știu exact cum și când se va manifesta sau care va fi impactul acesteia.

Și cum rămâne cu marele ciclu al datoriei pe termen lung? În timp ce „ciclul economic” este acceptat la scară largă și unii oameni recunosc că el este determinat de un ciclu al datoriei pe termen scurt, nu se poate spune același lucru și despre marele ciclu al datoriei pe termen

lung. Nimeni nu îl recunoaște și nu vorbește despre el. Nu am găsit niciun studiu sau vreo descriere bună a acestuia în manuale, și nici măcar economiștii de renume mondial – inclusiv cei care conduc sau au condus în trecut bănci centrale și trezorerii guvernamentale – nu au avut prea multe de spus despre acest subiect extrem de important, atunci când l-am adus în discuție. Tocmai de aceea am întocmit acest studiu și îl transmit mai departe.

**Înainte de a intra în detalii, ar trebui să încep prin a explica poziția mea. Nu abordez acest subiect din perspectiva unui economist. Îl tratez din perspectiva unui investitor macro global care, de peste 50 de ani, a trecut prin multe cicluri ale datoriei în multe țări și a trebuit să le înțeleagă suficient de bine pentru a putea paria cu privire la evoluția lor. Am studiat cu atenție toate marile cicluri ale datoriei din ultimii 100 de ani și am studiat superficial multe altele din ultimii 500 de ani, așadar cred că înțeleg cum să le interpretez. Deoarece sunt profund îngrijorat de ceea ce văd, simt că am responsabilitatea de a transmite acest studiu și altora, pentru ca fiecare să îl evalueze pe cont propriu.**

Ca să înțeleg situația, analizez multe cazuri, asemenea unui medic, examinând mecanismele din spatele lor pentru a pricepe care sunt relațiile cauză-efect ce determină evoluția lor. Totodată, învăț din aceste experiențe, reflectând asupra cunoștințelor dobândite, consemnându-le în scris și invitând oameni inteligenți să le citească și să le analizeze. Apoi, construiesc sisteme pentru a paria pe ceea ce am învățat și pentru a avea parte de experiențe noi. Fac asta iar și iar și o voi face până la moarte, pentru că îmi place. Întrucât jocul meu a fost să pariez pe piețe, iar piețele de datorii determină aproape totul, am fost obsedat de studierea dinamicii datoriilor vreme de zeci de ani. Cred că, dacă înțelegi această dinamică, poți avea succes ca investitor, om de afaceri sau decident politic, iar dacă nu o înțelegi, în cele din urmă vei avea de suferit din cauza ei.

**În urma cercetărilor mele, am descoperit că există cicluri de îndatorare mari și pe termen lung, care au dus inevitabil la apariția unor bule și crize ale datoriei. Am observat că, din cele aproximativ 750 de piețe ale datoriei/valutei care au existat din 1700 până în prezent, doar în jur de 20% mai există și azi, toate celelalte**

fiind grav devalorizate prin procesul mecanic pe care îl voi descrie în acest studiu. Am observat că acest ciclu al datoriei pe termen lung a fost descris în *Vechiul Testament*, că s-a repetat de-a lungul mileniilor în dinastiile chineze și că a prefigurat de nenumărate ori căderea imperiilor, țărilor și provinciilor.

Aceste mari cicluri ale datoriei au funcționat întotdeauna după principii atemporale și consecvente la nivel universal, care nu sunt bine înțelese, dar ar trebui să fie. În acest studiu, sper să explic mecanismul lor de funcționare cu o asemenea claritate încât descrierea mea să servească drept model care să poată fi folosit pentru a înțelege ce se întâmplă și ce urmează să se întâmple cu banii și datoriile. Deși recunosc că modelul meu privind Marele Ciclu al Datoriilor este neconvențional, sunt convins că el există, deoarece am câștigat mulți bani folosindu-l pentru a paria cu privire la evoluția lucrurilor. Îl prezint alături de alte concepte esențiale care mi-au fost utile, deoarece mă aflu acum într-o etapă a vieții în care doresc să împărtășesc ceea ce am învățat și consider valoros, în speranța că va fi de ajutor și altora. Poți face ce dorești cu aceste informații.

De ce cred că înțeleg ceva ce alții nu înțeleg? Presupun că există câteva motive pentru asta. În primul rând, această dinamică nu este înțeleasă la scară largă deoarece, în general, ciclurile de îndatorare mari, pe termen lung, durează o viață întreagă – aproximativ 80 de ani, plus/minus 25 de ani – așa că nu avem ocazia să le descoperim prin experiență. În al doilea rând, dat fiind că ne concentrăm atât de mult pe ceea ce ni se întâmplă pe moment, pierdem din vedere imaginea de ansamblu. De asemenea, cred că există o anumită reticență față de preocuparea pentru datoriile prea mari, deoarece majorității oamenilor le place posibilitatea de a cheltui pe care le-o oferă creditul, fiind adevărat și faptul că au existat multe avertismente cu privire la crizele ale datoriilor care nu s-au produs niciodată. Amintirea crizelor mari ale datoriilor, cum ar fi criza financiară globală din 2008 și criza datoriilor din țările PIIGS (Portugalia, Italia, Irlanda, Grecia și Spania), s-a estompat, iar din moment ce le-am depășit, mulți oameni presupun că decidenții au învățat cum să le gestioneze, când, de fapt, ar trebui să considere aceste cazuri niște avertismente timpurii ale unor crize mai

mari care se profilează la orizont. Însă nu contează motivul pentru care aceste dinamici sunt trecute cu vederea. Voi descrie ce se întâmplă și de ce, iar dacă există suficient interes pentru ceea ce spun, modelul meu va fi evaluat și va supraviețui sau va dispărea, în funcție de meritele sale.

Aceasta mă face să formulez un principiu:

● ***Dacă nu suntem de acord asupra modului în care se petrec lucrurile, nu vom putea să ne punem de acord nici cu privire la ce se întâmplă sau este probabil să se întâmple. Din acest motiv, a trebuit să-mi expun viziunea cu privire la modul în care funcționează mașinăria și să o corelez cu cea a altor persoane avizate, pentru ca apoi să pot analiza ce se întâmplă în prezent și ce s-ar putea întâmpla în viitor.***

Într-o perioadă în care datoria publică este mare și crește rapid, mi se pare periculos de neglijent să presupunem că de data aceasta nu va fi ca în alte dăți, fără a studia mai întâi cum s-au desfășurat alte cazuri. Ar fi ca și cum am presupune că nu vom mai avea niciodată un război civil sau un război mondial, pe motiv că nu s-au mai întâmplat în timpul vieții noastre, fără a studia mecanismele care le-au provocat în trecut. (Apropo, cred că atât dinamica războiului civil, cât și cea a războiului mondial sunt prezente și astăzi.) Ca și în celelalte cărți ale mele\*, voi prezenta o descriere a dinamicii arhetipale și apoi voi analiza cum și de ce diversele cazuri s-au desfășurat în mod diferit, astfel încât să se poată urmări cazurile actuale raportat la modelul de bază și să se poată stabili contextul evenimentelor prezente și viitoare. În acest fel, vei vedea multe cazuri în care aceasta se manifestă la ora actuală și vei putea arunca o privire în viitor. Comparând ceea ce se întâmplă cu șablonul prezentat, ajung la concluzia că ne îndreptăm către unul dintre acele cazuri în care guvernele și băncile centrale vor „da

---

\* Deși ciclurile datoriei și ale valutei sunt analizate în detaliu în cartea mea *Principles for Navigating Big Debt Crises* (care a examinat toate cele 48 de crize majore ale datoriei din perioada de 100 de ani cuprinsă între 1918 și 2018, anul în care am publicat cartea) și în capitolele 3 și 4 din cartea mea *Principii de adaptare la ordinea mondială în schimbare* (care analizează ascensiunea și declinul piețelor valutare mondiale de rezervă din ultimii 500 de ani și 750 de valute din 1700), în acest studiu voi explica mult mai detaliat ultima și cea mai dramatică parte a ciclului care duce la schimbări în ordinea valutară. (n. aut.)

faliment” în moduri care s-au repetat de sute de ori în trecut și care au avut consecințe politice și geopolitice majore.

Astfel, ajung la un aspect important. **Marele Ciclu al Datoriilor este doar una dintre multiplele forțe interconectate care, împreună, alcătuiesc ceea ce eu numesc „Marele Ciclu General” (sau pur și simplu „Marele Ciclu”). De exemplu, 1) Marele Ciclu al Datoriilor influențează și este influențat de 2) marile cicluri ale armoniei și conflictelor politice și sociale din interiorul țărilor, care sunt influențate de, și influențează la rândul lor 3) marile cicluri ale armoniei și conflictelor geopolitice dintre țări. La rândul lor, aceste cicluri sunt influențate atât de 4) marile fenomene naturale (secete, inundații, pandemii etc.), cât și de 5) dezvoltarea unor noi tehnologii importante. Combinate, aceste forțe alcătuiesc Marele Ciclu General al păcii și prosperității și al conflictelor și depresiunii, pe măsură ce lucrurile evoluează de la o „ordine” la alta.**

Ce înțeleg prin ordine? O ordine este un mod de funcționare care se schimbă atunci când sistemele se destramă. Există o ordine monetară care determină modul în care funcționează sistemul monetar, o ordine politică care determină modul în care funcționează guvernarea în interiorul țărilor și o ordine geopolitică care determină modul în care funcționează guvernarea între țări. Marile Cicluri trec de la o ordine (adică un sistem de funcționare) la alta. Ele se încheie atunci când ordinea se destramă, de obicei în urma unei crize majore.

Așa cum am descris în cartea mea, *Principii de adaptare la ordinea mondială în schimbare*, aceste colapsuri ale ciclurilor mari și schimbările majore ale ordinii apar, de obicei, o dată în viață și sunt traumatizante. În general, trecerile de la un sistem monetar la altul, de la un sistem de guvernare într-o țară la altul și de la un sistem de guvernare între țări la altul durează cam la fel de mult, deoarece au efecte majore unele asupra altora.

Aceste schimbări de la un set de ordine la altul s-au produs întotdeauna în mod identic și din aceleași motive, dar nu sunt bine înțelese deoarece apar foarte rar. Cu toate acestea, ele se produc mecanic, putând fi măsurate și monitorizate. În capitolul 8 prezint o imagine de ansamblu a forțelor care determină Marele Ciclu, iar în capitolul 19,

care este și ultimul, explic ce pot însemna acestea pentru situația din viitor. Cred că, odată ce vei citi despre ele, ți se vor părea evidente și te vor ajuta să înțelegi în ce stadiu ne aflăm în cadrul Marelui Ciclu și ce este probabil să urmeze. Dacă nu reții nimic altceva din această carte, sper măcar că vei înțelege mult mai bine modelul Marelui Ciclu, astfel încât să îl poți aplica pentru a înțelege evenimentele aparent improbabile care au loc în prezent. Deși acestea ar fi părut de neimaginat cu doar câțiva ani în urmă, ele capătă sens odată ce înțelegi Marele Ciclu și mecanismele celor cinci forțe care îl determină.

Acest studiu este alcătuit din patru părți și 19 capitole. Partea I descrie Marele Ciclu al Datoriilor, mai întâi într-o manieră foarte simplă, apoi într-un mod complet și mecanic și, în cele din urmă, cu ajutorul unor ecuații care ilustrează mecanismele și ajută la realizarea unor previziuni cu privire la ceea ce este probabil să se întâmple. Partea a II-a prezintă un model detaliat, derivat din 35 de cazuri de Mare Ciclu al Datoriilor, care arată succesiunea tipică de evenimente care indică modul în care se desfășoară un ciclu și simptomele care pot ajuta la identificarea stadiului evoluției sale. De asemenea, conține un capitol care explică și cum funcționează Marele Ciclu General. Partea a III-a analizează cel mai recent Mare Ciclu al Datoriilor, care a început odată cu instaurarea noii ordini monetare și mondiale la sfârșitul celui de-al Doilea Război Mondial, și care continuă până în prezent. În această parte, pe lângă analiza Marelui Ciclu al Datoriilor și a Marelui Ciclu General, cu accent pe SUA (deoarece aceasta a fost principala țară cu rezervă valutară și puterea mondială dominantă, devenind astfel principalul factor de influență a ceea ce s-ar putea numi ordinea mondială americană începută în 1945), descriu foarte succint și Marile Cicluri ale Chinei și Japoniei, prezentându-le din anii 1800 până în prezent. Astfel, vei avea o imagine completă a ceea ce s-a întâmplat în lume din 1945 încoace și vei avea la dispoziție alte două exemple de Mari Cicluri ale Datoriilor pe care să le urmărești. Nu în ultimul rând, în Partea a IV-a, voi arunca o privire în viitor, analizând ce spun calculele mele despre ceea ce este necesar pentru ca SUA să-și gestioneze povara datoriei și despre cum s-ar putea manifesta cele cinci mari forțe în anii următori.



# PARTEA I

**PREZENTARE  
GENERALĂ A  
MARELUI CICLU AL  
DATORIILOR**



*Partea I prezintă o imagine cuprinzătoare a Marelui Ciclu al Datoriilor, care s-a repetat de-a lungul istoriei, dar nu este recunoscut la scară largă, deoarece schimbările majore din cadrul acestuia au loc foarte rar, aproximativ o dată în viață. Scopul acestei părți este de a descrie modul în care mecanismele naturale ale banilor, creditului, datoriilor și activității economice, împreună cu natura umană, se cumulează în timp pentru a crea Marele Ciclu al Datoriilor. În această parte, explic etapele de evoluție ale Marelui Ciclu al Datoriilor și ce se întâmplă când acesta se declanșează. În primul capitol, fac o prezentare generală a modului în care se desfășoară ciclul, iar în următoarele două capitole aprofundez detaliile, explicând mecanismele care determină ciclul datoriei atât în cuvinte și concepte, cât și în cifre și ecuații. Aceste capitole conțin multe informații utile atât pentru cititorul obișnuit, cât și pentru investitor, și te încurajez fie să citești doar textul scris cu bold, fie să aprofundezi detaliile, după cum preferi.*



## CAPITOLUL 1

# MARELE CICLU AL DATORIILOR, PE SCURT

*În acest capitol, scopul meu este de a face o descriere foarte succintă, dar completă, a mecanismelor unui mare ciclu al datoriilor tipic. Dacă vrei să citești doar un capitol pentru a înțelege cum funcționează datoriile, acesta este cel mai potrivit.*

### CUM FUNCȚIONEAZĂ MECANISMUL

**C**reditul este principalul mijloc de finanțare a cheltuielilor și poate fi creat cu ușurință. Întrucât cheltuielile unei persoane reprezintă câștigul alteia, atunci când se creează mult credit, oamenii cheltuiesc și câștigă mai mult, prețurile majorității activelor cresc și aproape toată lumea este mulțumită. Ca urmare, guvernele și băncile centrale au tendința de a crea mult credit. Totodată, creditul creează datorii care trebuie rambursate, ceea ce are exact efectul opus: adică, atunci când datoriile trebuie plătite, se cheltuiește mai puțin, iar veniturile și prețurile activelor scad, ceea ce nu le place oamenilor. Cu alte cuvinte, atunci când cineva (un debitor-împrumutat) împrumută bani (principal) cu un cost (dobândă), debitorul-împrumutat poate cheltui mai mulți bani decât deține în venituri și economii pe termen scurt. **Dar pe termen lung, este obligat să ramburseze principalul plus dobânda, iar atunci este nevoit să cheltuiască mai puțini bani decât are. Această dinamică este motivul pentru care ● *dinamica creditului/cheltuielilor/rambursării datoriilor este inerent ciclică.***

## CICLUL DATORIEI PE TERMEN SCURT

Toți cei care au trăit suficient de mult pentru a fi afectați de el de mai multe ori ar trebui să fie destul de familiarizați cu ciclul datoriei pe termen scurt. Acesta începe cu furnizarea de bani și credite atunci când activitatea economică și inflația sunt mai mici decât ar fi de dorit, iar dobânzile sunt scăzute în raport cu rata inflației și cu randamentul altor investiții. Aceste condiții încurajează împrumuturile pentru cheltuieli și investiții, ceea ce determină creșterea prețurilor activelor, a activității economice și a inflației, până când ele depășesc nivelul dorit, moment în care banii și creditele sunt restricționate, iar ratele dobânzilor devin relativ ridicate în raport cu ratele inflației și ale randamentului altor investiții. Acest fapt determină o reducere a împrumuturilor pentru cheltuieli și investiții, ceea ce duce la scăderea prețurilor activelor, încetinirea activității economice și scăderea inflației, generând ca urmare o scădere a dobânzilor, o relaxare a politicii monetare și de creditare și reînceperea ciclului. În general, aceste cicluri durează aproximativ șase ani, cu o variație de plus/minus trei ani.

## CICLURILE DE DATORII PE TERMEN SCURT FORMEAZĂ CICLURI DE DATORII MARI, PE TERMEN LUNG

Un aspect căruia nu i se acordă atenția cuvenită este modul în care ciclurile de datorii pe termen scurt formează cicluri de datorii mari, pe termen lung. Întrucât creditul este un stimulent care creează o stare de euforie, oamenii vor să ia mai mult credit, iar asta duce la o înclinație naturală de a-l genera. Acest fapt duce la creșterea datoriei în timp, ceea ce determină, de obicei, ca majoritatea maximelor și minimelor ciclice ale datoriei pe termen scurt să fie mai mari decât cele anterioare. Acestea se adună și creează ciclul datoriei pe termen lung, care se încheie atunci când devine nesustenabil. Capacitatea de a contracta mai multe datorii este diferită la începutul Marelui Ciclu al Datoriilor, când povara datoriilor este mai mică și există un potențial mai mare ca

**datoria/creditele să poată finanța proiecte foarte profitabile, comparativ cu stadiul ulterior al Marelui Ciclu al Datoriilor, când povara datoriilor este mai mare, iar creditorii au mai puține opțiuni productive.**

**În stadiul incipient, este ușor să împrumuți – chiar și sume mari – și să le rambursezi. Ciclurile inițiale de datorii pe termen scurt sunt determinate, în principal, de disponibilitatea și aspectele economice ale împrumuturilor și cheltuielilor descrise anterior, precum și de o prudență persistentă provocată de amintirile dureroase ale perioadei recente, în care banii erau puțini.\* La începutul Marelui Ciclu al Datoriei, când datoriile și serviciul total al datoriei sunt relativ scăzute în raport cu veniturile și alte active, creșterile și scăderile creditului, cheltuielilor, datoriilor și serviciului datoriei sunt determinate în principal de stimulentele descrise anterior, cu un risc mai mic. Însă, spre sfârșitul Marelui Ciclu al Datoriilor, când datoriile și serviciul lor devin ridicate în raport cu veniturile și valoarea altor active care pot fi utilizate pentru a îndeplini obligațiile îndatorării, riscurile de neplată sunt mai mari. Totodată, în ultima fază a Marelui Ciclu al Datoriilor, când există multe active și pasive ale datoriilor în raport cu veniturile, echilibrul între menținerea ratelor dobânzilor la un nivel suficient de ridicat pentru a satisface creditorii-împrumutători, dar fără a afecta debitorii-împrumutați, devine mai dificil de atins. Asta se datorează faptului că datoriile unei persoane sunt activele alteia și ambele părți trebuie mulțumite. Astfel, în timp ce ciclurile de datorii pe termen scurt se încheie din cauza considerentelor economice descrise anterior, cele pe termen lung se încheie deoarece povara datoriilor este prea mare pentru a putea fi susținută. Cu alte cuvinte, întrucât este mai plăcut să împrumuți și să cheltuiești, dacă nu ești atent, datoriile și cheltuielile aferente pot crește ca un cancer, consumând puterea de cumpărare și reducând alte forme de consum. Acesta este motivul pentru care se formează Marele Ciclu al Datoriilor pe termen lung.**

---

\* Această prudență se reflectă în prețurile pieței. De exemplu, în primele etape ale ciclului, randamentele și profiturile preconizate ale „activelor riscante” sunt foarte mari în comparație cu cele ale „activelor cu risc redus”. (n. aut.)

De-a lungul mileniilor și în toate țările, motivul care a determinat Marele Ciclu al Datoriilor și a generat problemele majore ale pieței și economiei care îl însoțesc este crearea unor active și pasive de datorii nesustenabile, în raport cu sumele de bani, bunurile, serviciile și activele de investiții existente.

Mai simplu spus, ● *o datorie este o promisiune de a livra bani. O criză a datoriilor apare atunci când s-au făcut mai multe promisiuni decât sumele de bani disponibile pentru a le onora. Când se întâmplă acest lucru, banca centrală este forțată să aleagă între a) tipărirea unei cantități mari de bani, ceea ce duce la devalorizarea acestora, și b) netipărirea unei cantități mari de bani și apariția unei crize majore de neplată a datoriilor. În cele din urmă, banca centrală tipărește bani întotdeauna și îi devalorizează. În orice caz, fie prin neplată, fie prin devalorizare, crearea unei datorii prea mari duce, în final, la scăderea valorii activelor datoriei (de exemplu, obligațiunile).*

Deși există variații în modul în care se desfășoară fiecare dintre aceste cazuri, cel mai important factor este dacă datoria este denominată într-o monedă pe care banca centrală o poate „tipări” și dacă este o rezervă valutară. Însă, indiferent de variații, observăm aproape întotdeauna că devine mai puțin dezirabil să deținem titluri de datorie (de exemplu, obligațiuni) în comparație cu deținerea capacității productive a economiei (de exemplu, acțiuni) și/sau deținerea altor forme de bani mai stabile (cum ar fi aurul).

Mi se pare interesant și inadecvat faptul că, atunci când evaluează creditul unui guvern central, agențiile de rating nu iau în considerare riscul ca datoria acestuia să își piardă valoarea. Ele evaluează doar riscul de neplată a datoriei, ceea ce creează impresia eronată că toate datoriile cu rating ridicat reprezintă o rezervă sigură de valoare. Cu alte cuvinte, dat fiind că o bancă centrală poate salva un guvern central, riscul asociat datoriilor guvernului central este ascuns. Creditorii ar beneficia mai mult dacă agențiile de rating ar evalua riscul pierderii valorii datoriei atât prin neplată, cât și prin devalorizare. La urma urmei, aceste obligațiuni ar trebui să fie depozite de avere și ar trebui evaluate ca atare. După cum vei vedea în acest studiu, așa privesc eu obligațiunile. Pentru țările cu datorii denominate în propria monedă

(adică într-o monedă pe care o pot tipări), evaluez datoriile guvernelor centrale separat de datoriile băncilor centrale pentru a arăta cât de riscante sunt, iar riscurile datoriilor băncilor centrale le evaluez cu conștiința faptului că riscul de devalorizare a monedei este la fel de probabil, dacă nu chiar mai probabil, decât riscul de neplată a datoriei guvernamentale.

**Nu îmi pasă dacă este vorba de incapacitate de plată sau de devalorizare. Ceea ce mă interesează este pierderea averii mele, care inevitabil se va produce într-un fel sau altul.**

## **URMĂRIREA EVOLUȚIEI CICLULUI DATORIEI**

**Principala diferență între un ciclu al datoriei pe termen scurt și unul pe termen lung ține de abilitatea băncii centrale de a le redresa. În cazul ciclului datoriei pe termen scurt, faza de contractare poate fi redresată printr-o infuzie masivă de bani și credit care scoate economia din starea de deflație și declin, deoarece economia are capacitatea de a genera o altă fază de creștere fără inflație. Însă faza de contracție a ciclului datoriei pe termen lung nu poate fi redresată prin emiterea de mai mulți bani și credit, deoarece nivelurile actuale de creștere a datoriei și activele datoriei sunt nesustenabile, iar deținătorii de active datorate doresc să scape de ele, considerând că, într-un fel sau altul, acestea vor fi o formă slabă de păstrare a bogăției.**

Poți privi evoluția Marelui Ciclu al Datoriilor ca pe aceea a unei boli sau a unui ciclu de viață, cu etape diferite, care prezintă simptome diferite. Identificând aceste simptome, poți estima aproximativ în ce etapă se află ciclul și poți anticipa cum urmează să evolueze. Simplificând la maximum, Marele Ciclu al Datoriilor pornește de la bani și credit solid/sănătos, ajunge treptat la bani și credit din ce în ce mai relaxate, culminează cu o criză a datoriilor și, din necesitate, revine la bani și credit solid/sănătos. Mai precis, la început există împrumuturi sănătoase din partea sectorului privat, care pot fi rambursate; apoi sectorul privat împrumută excesiv, înregistrează pierderi și are probleme cu rambursarea; apoi sectorul guvernamental încearcă să ajute, împrumută excesiv, înregistrează pierderi și are probleme cu rambursarea;

apoi banca centrală încearcă să ajute prin „tipărirea de bani” și cumpărarea datoriei guvernamentale și are probleme cu rambursarea, ceea ce o determină să monetizeze mult mai multe datorii, dacă poate (adică, dacă datoria este denominată într-o valută pe care o poate tipări). Deși nu toate cazurile evoluează exact la fel, majoritatea parcurg următoarele cinci etape.

## **Etapa banilor sănătoși**

**Când nivelul datoriei nete este scăzut, moneda este stabilă, țara este competitivă, iar creșterea datoriei stimulează creșterea productivității, generând venituri mai mult decât suficiente pentru rambursarea datoriilor. Acest lucru duce la creșterea averii financiare și a încrederii.**

- Creditul este promisiunea de a furniza bani. Spre deosebire de credit, care necesită o plată ulterioară, banii reglează tranzacțiile – adică, dacă se dau bani, tranzacția este finalizată, în timp ce dacă se acordă credit, se datorează bani. Este ușor să crezi credit. Oricine poate crea credit, dar nu oricine poate crea bani. De exemplu, eu pot crea credit acceptând promisiunea ta de a-mi da bani, chiar dacă nu ai. Drept urmare, creditul crește ușor, astfel că există mult mai mult credit decât bani. Cei mai eficienți bani sunt atât un mijloc de schimb, cât și o rezervă de bogăție acceptată la scară largă în toată lumea. În faza inițială a Marelui Ciclu al Datoriilor, banii sunt „solizi”, ceea ce înseamnă că reprezintă un mijloc de schimb, dar și o rezervă de bogăție care nu poate fi mărită cu ușurință, cum ar fi aurul, argintul și, mai recent, bitcoinul. Criptomonedele precum bitcoinul se impun acum ca bani solizi foarte acceptați, deoarece sunt larg răspândite în întreaga lume și sunt în cantitate limitată. Crearea unei cantități mari de bani este cel mai mare și mai frecvent risc ca aceștia să devină o rezervă ineficientă de bogăție; și cine nu ar fi tentat să îi producă în cantități mari? Cei care pot, o fac întotdeauna. Așa se creează Marele Ciclu al Datoriilor. La începutul lui a) banii sunt solizi, iar banii de hârtie care circulă sunt convertibili în „bani solizi” la un preț fix și b) nu există

foarte mulți bani de hârtie și datoriile restante (care reprezintă promisiunea de a plăti bani). Marele Ciclu al Datoriilor constă în acumularea de a) „bani de hârtie” și active/pasive ale datoriei în raport cu b) „bani solizi” și activele reale (de exemplu, bunuri și servicii) și în raport cu venitul necesar pentru achitarea datoriei. Practic, Marele Ciclu al Datoriilor funcționează ca o schemă Ponzi sau ca jocul scaunelor muzicale\*, în care investitorii dețin o cantitate tot mai mare de titluri de datorie, în convingerea că le pot converti în bani care vor avea puterea de cumpărare necesară pentru a obține bunuri reale, însă, pe măsură ce valoarea titlurilor deținute în baza acestei convingeri crește în raport cu bunurile reale, conversia devine tot mai imposibilă, iar în final începe procesul de vânzare a datoriilor pentru a obține bani reali și active reale.

- La început de stadiu al ciclului datoriilor, datoriile private și publice și ratele serviciului datoriei sunt 1) scăzute în raport cu veniturile și/sau 2) scăzute în raport cu activele lichide. De exemplu, datoria publică și serviciul datoriei sunt scăzute în raport cu veniturile fiscale ale statului și/sau în raport cu activele lichide ale statului (de exemplu, rezerve și alte economii, cum ar fi activele fondurilor suverane) care pot fi ușor convertite în bani. În 1945, când a început Marele Ciclu al Datoriilor în care ne aflăm, raportul dintre datoria publică a SUA și masa monetară americană, împărțit la cantitatea de aur deținută de guvernul SUA, era de 7x și, respectiv, 1,3x, în timp ce în prezent aceste raporturi sunt de 37x și, respectiv, 6x.
- În această etapă timpurie a ciclului, nivelurile datoriei, creșterea datoriei, creșterea economică și inflația nu sunt nici prea ridicate, nici prea scăzute, iar situația financiară este solidă.
- În această etapă a ciclului, „activele riscante” sunt relativ ieftine în comparație cu activele „sigure”. Asta se datorează faptului că amintirile perioadei anterioare, în care s-au înregistrat pierderi importante, își pun amprenta la nivel psihologic și pe prețuri.

---

\* Este un joc clasic pentru copii în care participanții merg în jurul scaunelor pe muzică și trebuie să se așeze când muzica se oprește; cine rămâne fără scaun, iese din joc. (n. red.)

De exemplu, la sfârșitul anilor '40 și începutul anilor '50, randamentul acțiunilor era de aproximativ patru ori mai mare decât randamentul obligațiunilor.

- În această etapă, economia este sănătoasă, iar randamentul investițiilor este bun, ceea ce duce la etapa următoare.

## Etapa bulei datoriilor

**Când creșterea datoriilor și a investițiilor este mai mare decât veniturile generate pentru a le acoperi.**

- În această etapă, banii sunt ușor disponibili și ieftini, iar economia se află într-o fază de expansiune și boom economic finanțate prin datorii. Cererea și prețurile bunurilor, serviciilor și activelor de investiții sunt stimulate de numeroasele achiziții finanțate prin datorii, climatul economic este foarte optimist, iar, conform majorității indicatorilor convenționali, piața este supraevaluată.
- De obicei, în această etapă, apar noi invenții uimitoare, cu adevărat transformatoare, în care investitorii investesc fără a avea capacitatea sau dorința de a evalua dacă valoarea actuală a fluxurilor de numerar viitoare va fi mai mare sau mai mică decât costurile lor.

● ***Există întotdeauna un curent popular în care aproape toată lumea crede. Acesta se reflectă în preț și este inevitabil eronat într-un fel sau altul. Aceste curente sunt de obicei rezultatul unei combinații între extrapolarea evenimentelor anterioare și considerente emoționale. De asemenea, majoritatea investitorilor nu iau în considerare prețurile pieței. Cu alte cuvinte, ei tind să identifice o investiție excelentă ca atare (de exemplu, o companie cu performanțe puternice) și nu acordă suficientă atenție prețului acesteia, chiar dacă prețul (fie că este mic sau mare) este cel mai important aspect. În acest moment, aproape toată lumea caută să câștige bani cumpărând active despre care consideră că vor crește (în loc să parieze că vor scădea), recurgând destul de des la efectul de levier.***

Această dinamică generează în cele din urmă o bulă, reflectată în ritmul de creștere al datoriei și al serviciului datoriei folosit pentru finanțarea speculațiilor, care devine mai mare decât ritmul de creștere a veniturilor necesar pentru a onora aceste datorii. În această etapă, piețele și economiile par excelente, aproape toată lumea crede că lucrurile se vor îmbunătăți, sunt finanțate prin mult împrumut, iar „bogăția” este creată din nimic. Prin „bogăție creată din nimic” înțeleg că există o bogăție imaginară mai mare decât bogăția reală existentă. De exemplu, perioadele de bulă sunt identificate prin perioade extinse de creștere a datoriei (de exemplu, trei ani) mult mai rapidă decât creșterea veniturilor, prețuri ridicate ale activelor în raport cu măsurile tradiționale ale valorilor prezente ale fluxurilor de numerar viitoare probabile, și mulți alți factori pe care îi măsoară în indicatorul meu de bulă. (Poți găsi un articol care descrie indicatorul pe site-ul [economicprinciples.org](http://economicprinciples.org) și în aplicația Principles In Action.) Un exemplu contemporan este compania unicorn evaluată la peste 1 miliard de dolari, care l-a făcut pe proprietar „miliardar” pe hârtie, dar care a atras doar 50 de milioane de dolari capital, deoarece capitaliștii de risc speculativi au investit banii pentru a obține „fise” asemănătoare opțiunilor în cazul în care afacerea are succes. Bulele pot continua o perioadă înainte de a atinge vârful, dar inevitabil conduc la următoarea etapă.

- Apoi vine un moment în care spirala datoriei atinge și depășește punctul în care nu mai există cale de întoarcere, adică datoria și nivelul serviciului datoriei depășesc pragul la care se poate preveni accelerarea fără pierderi mari pentru investitorii în datorii. Această „spirală a morții”, care se realimentează singură, apare atunci când este necesar un împrumut pentru a onora datoria într-un moment în care ratele dobânzilor sunt în creștere, deoarece riscurile deținerii datoriei/monedei au devenit evidente pentru investitori, ceea ce duce la o criză a datoriei.

## Etapa superioară

### Când bula se sparge și apare o contracție a datoriei/creditelor/pieței/economiei.

- Spargerea bulei se produce de obicei din cauza unei combinații între înăsprirea politicii monetare și o rată anterioară de creștere a datoriei care nu este sustenabilă. Este foarte simplu.
- Când bula se sparge, începe o contracție care se realimentează singură, astfel încât problemele legate de datorii se răspândesc foarte repede, ca un cancer agresiv, fiind foarte important ca decidenții să le gestioneze rapid, fie pentru a le contracara, fie pentru a ghida procesul de reducere a gradului de îndatorare până la final. În majoritatea cazurilor, contracția datoriei poate fi stopată temporar prin administrarea unei doze puternice din ceea ce a cauzat problema datoriei, adică prin crearea de mai mult credit și datorii. Acest proces continuă până când nu se mai poate, moment în care se produce o reducere semnificativă a gradului de îndatorare.

## Etapa de reducere a gradului de îndatorare

Când are loc o reducere dureroasă a nivelului datoriei și al serviciului datoriei pentru a se echilibra cu veniturile, astfel încât nivelul datoriei să fie sustenabil.

- La începutul ultimei etape a Marelui Ciclu al Datoriilor, când există o criză majoră a datoriei, problemele legate de datorii se răspândesc, de obicei, de la sectorul privat la guvernul central și apoi la banca centrală. ● **Vânzarea netă a activelor datoriei, în special a celei publice, este un semnal de alarmă important.** Când se întâmplă acest lucru, situația se deteriorează rapid, cu excepția cazului în care este gestionată foarte bine și foarte rapid de către guvernele și băncile centrale. În acel moment, deținătorii privați de datorii vând datoria, temându-se de randamente slabe. Această vânzare ia forma „panicii bancare”. Prin „panică bancară” mă refer la predarea activelor de datorie pentru a obține bani reali, pe care creditorii/băncile nu îi au în

cantitate suficientă. Când problemele legate de datorii devin evidente și deținătorii își vând activele de datorie, acest lucru determină inițial majorarea dobânzilor la datorii. Asta face ca datoria să fie mai dificil de achitat, deci mai riscantă, ceea ce determină creșterea dobânzilor. În acel moment, banca centrală furnizează bani și credite pentru a compensa cererea inadecvată, ceea ce scade valoarea banilor și a creditelor și reduce riscul creditării.

- Vânzarea datoriei publice duce la a) înăsprirea politicii monetare și a creditului determinată de piața liberă, ceea ce duce la b) slăbirea economiei, c) o presiune descendentă asupra monedei și d) scăderea rezervelor, pe măsură ce banca centrală încearcă să apere moneda. În mod clasic, aceste tendințe se accelerează și se autoalimentează, deoarece deținătorii de active bazate pe datorii constată că, într-un fel sau altul (prin neplată sau prin devalorizarea banilor lor), vor pierde puterea de cumpărare pe care credeau că o dețin acestea, provocând schimbări majore în valorile de piață și în avere atâta timp cât datoriile sunt neachitate, restructurate și/sau monetizate. În cele din urmă, deoarece această înăsprire se dovedește prea dăunătoare pentru economie, banca centrală ajunge să relaxeze creditarea și să permită devalorizarea monedei. Devalorizarea monedei poate fi în sine un motiv pentru vânzarea activului de datorie, deoarece acesta devine o rezervă slabă de avere. Așadar, indiferent dacă există o înăsprire monetară, care duce la neplata datoriilor și la o economie slabă, sau o relaxare monetară, care produce o devalorizare a monedei și a activelor de datorie, acestea din urmă au de suferit. Această dinamică creează așa-numita „spirală a morții” a datoriei, deoarece este o dinamică a contracției datoriei care se autoalimentează, în care creșterea ratelor dobânzilor provoacă probleme pe care creditorii le observă, determinându-i să vândă titlurile de datorie, ceea ce duce la creșterea și mai mare a dobânzilor sau la necesitatea de a tipări mai mulți bani, ceea ce devalorizează moneda și duce la o vânzare și mai puternică a titlurilor și a monedei și așa mai departe, până când spirala ajunge la final.

Când această situație se produce în cazul datoriei publice, conștientizarea faptului că problema o reprezintă datoria prea mare duce în mod firesc la tendința de a reduce cheltuielile și împrumuturile. Cu toate acestea, deoarece cheltuielile unei persoane reprezintă venitul alteia, reducerea cheltuielilor în astfel de momente contribuie, de obicei, doar la creșterea raportului dintre datorie și venit. De obicei, acesta este momentul în care politicile sunt orientate către o combinație de restructurări și monetizări ale datoriei, varianta aleasă depinzând, în primul rând, de ponderea datoriei denominate în moneda națională. Neplata, restructurarea și/sau monetizarea datoriei reduc povara datoriei în raport cu veniturile până la atingerea unui nou echilibru. Trecerea la un echilibru stabil are loc, de obicei, prin câteva ajustări dureroase, deoarece stabilitatea financiară precară o precede pe cea sigură.

- În general, procesul de reducere a gradului de îndatorare se desfășoară după cum urmează. La începutul acestei faze de recesiune/depresiune, băncile centrale reduc dobânzile și facilitează accesul la credite. Cu toate acestea, atunci când a) datoriile sunt mari și se înregistrează o contracție a datoriei, b) ratele dobânzilor nu mai pot fi reduse (de exemplu, când scad la aproximativ 0%), c) nu există o cerere suficientă pentru datoria publică și d) relaxarea monetară nu este suficientă pentru a contrabalansa presiunile depresionare care se autoalimentează, banca centrală este nevoită să recurgă la noi „instrumente” pentru a stimula economia. În mod obișnuit, aceasta trebuie să scadă dobânzile sub ratele nominale de creștere economică, ratele inflației și ratele obligațiunilor, un lucru dificil de realizat atunci când ele se apropie de 0%. În același timp, guvernul central se îndatorează de obicei mult mai mult, deoarece veniturile fiscale sunt în scădere, iar cheltuielile sunt în creștere pentru a sprijini sectorul privat, însă nu există o cerere suficientă din partea sectorului privat pentru a cumpăra acea datorie. Guvernul central se confruntă cu o criză a datoriei, în care cererea de pe piața liberă pentru datorie este inferioară

ofertei. Dacă are loc o vânzare netă a datoriei, se creează o problemă mult mai gravă.

- Adesea, în această etapă a ciclului, de reducere a gradului de îndatorare, se produce un fenomen denumit „împingerea sforii” (*pushing on a string*), o expresie inventată de decidenții politici în anii '30. Acesta apare în faza târzie a ciclului datoriei pe termen lung, când băncile centrale se străduiesc să își transforme politicile stimulative în creșteri ale cheltuielilor, deoarece cei care economisesc, investitorii și întreprinderile se tem să împrumute și să cheltuiască și/sau apare deflația, astfel încât rata dobânzii fără risc pe care o obțin este oarecum atrăgătoare pentru ei. În astfel de momente, este dificil să convingi oamenii să nu mai economisească „bani lichizi”\*, chiar și atunci când dobânzile ajung la 0% (sau chiar sub 0%). Această fază se caracterizează prin intrarea economiei într-o perioadă de deflație, creștere slabă sau negativă, deoarece populația și investitorii acumulează bani lichizi cu risc scăzut, de obicei garanțați de guvern.
- În această etapă, băncile centrale trebuie să aleagă între menținerea banilor „solizi”, ceea ce va determina debitorii să nu își achite datoriile, ceea ce va duce la depresiuni deflaționiste, sau crearea de bani „ușori” prin tipărirea unui volum mare de bani, ceea ce va devaloriza atât banii, cât și datoriile. Întrucât achitarea datoriilor cu bani solizi provoacă recesiuni economice și de piață foarte grave, băncile centrale optează întotdeauna pentru tipărirea și devalorizarea banilor atunci când se confruntă cu această alegere. Desigur, banca centrală a fiecărei țări poate tipări doar banii țării respective, ceea ce ne aduce la următorul punct important.
- În această etapă, dacă are capacitatea de a „tipări bani”, banca centrală creează o cantitate substanțială de bani și credite și le injectează agresiv pe piețe. De obicei, ea cumpără datorii publice și private ale entităților importante la nivel sistemic care

---

\* Banii lichizi (numerarul) sunt banii pe care îi dețin investitorii și care generează dobândă. (n. aut.)

sunt expuse riscului de neplată (pentru a compensa cererea inadecvată de datorii din partea sectorului privat și pentru a menține ratele dobânzilor la un nivel artificial scăzut) și, uneori, cumpără acțiuni și creează stimulente pentru ca oamenii să cumpere bunuri, servicii și active financiare. De obicei, în această etapă, este de dorit și devalorizarea monedei, un lucru care stimulează economia și crește rata inflației, neutralizând astfel presiunile deflaționiste. Dacă moneda este legată de aur, argint sau orice altceva, această legătură este desființată și se trece la un sistem monetar fiduciar. Dacă moneda nu este legată, adică dacă este deja o monedă fiduciară, devalorizarea acesteia în raport cu alte rezerve de avere și alte monede este utilă. În unele cazuri, măsurile luate de banca centrală pot determina creșterea ratelor nominale ale dobânzii, fie pentru că banca centrală înăsprește politica monetară pentru a combate inflația, fie pentru că nu face asta, iar deținătorii de datorii nu doresc să cumpere datoria publică nou emisă și/sau doresc să o vândă deoarece nu oferă un randament adecvat. Este important să se urmărească ratele reale și nominale ale dobânzii, precum și oferta și cererea de datorii pentru a înțelege ce se întâmplă.

- În astfel de momente, devin uzuale politicile extraordinare pentru a obține bani, cum ar fi impunerea de taxe extraordinare și controlul capitalului. De asemenea, s-a întâmplat adesea ca guvernele să adopte politici care înainte păreau de neimaginat, cum ar fi înghețarea sau confiscarea selectivă a activelor țărilor „inamice” sau crearea de noi forme de bani. De reținut că nu spun că aceste măsuri extraordinare se aplică întotdeauna; spun doar că este înțelept să luăm în considerare posibilitatea ca acestea să se întâmple.
- Etapa de reducere a gradului de îndatorare este, de obicei, o perioadă dificilă, în care datoriile sunt reduse prin neplată, restructurări și/sau devalorizări. În acest stadiu, are loc inevitabil o combinație agresivă de restructurări și monetizări ale datoriilor, pentru a reduce datoriile și povara serviciului datoriei în raport cu veniturile. Într-o reducere tipică a gradului de

îndatorare, raportul dintre datorii și venituri trebuie redus cu aproximativ 50%, plus/minus 20%. Acest proces poate fi realizat bine sau prost. Când este realizat bine, ceea ce eu numesc „o reducere frumoasă a gradului de îndatorare”, guvernele și băncile centrale efectuează simultan atât restructurări ale datoriilor, cât și stimulări monetare într-un mod echilibrat. Restructurările reduc povara datoriei și sunt deflaționiste, în timp ce stimulările monetare reduc povara datoriei (prin furnizarea de bani și credite pentru a facilita achiziționarea datoriei), dar sunt inflaționiste și stimulează economia, astfel încât, dacă se obține un echilibru corect, se înregistrează o creștere pozitivă, cu o scădere a poverii datoriei și o inflație acceptabile. Indiferent dacă este realizată bine sau prost, aceasta este etapa din Marele Ciclu al Datoriilor care reduce o mare parte din povara datoriei și stabilește punctul de plecare pentru următorul ciclu.

## **Marea criză a datoriilor dispare**

**Când se atinge un nou echilibru și începe un alt ciclu.**

- **Pentru a avea un sistem viabil de datorii/credite/bani, este imperativ ca a) datoriile/banii să fie suficient de solide pentru a constitui o rezervă viabilă de avere, b) datoriile și sarcinile aferente serviciului datoriei să fie în concordanță cu veniturile necesare pentru a le achita, astfel încât creșterea datoriei să fie sustenabilă, c) creditorii și debitorii să creadă că aceste lucruri vor exista și d) disponibilitatea banilor și a creditelor și ratele dobânzilor reale să înceapă să se alinieze la ceea ce este necesar atât pentru creditori-împrumutători, cât și pentru debitori-împrumutați.** În faza târzie a Marelui Ciclu al Datoriilor se observă o evoluție în această direcție. Este nevoie de ajustări psihologice și fundamentale. De obicei, după o reducere semnificativă a gradului de îndatorare, este dificil să convingi creditorii să acorde împrumuturi, deoarece devalorizările/restructurările pe care le-au suferit în urma reducerii gradului de îndatorare

îi fac să fie reticenți la riscuri, astfel încât este imperativ ca guvernul și banca centrală să ia măsuri pentru restabilirea credibilității. În general, acestea implică punerea în ordine a finanțelor prin: a) obținerea de către guvernul central a unor venituri mai mari decât cheltuielile și/sau b) înăsprirea politicii monetare de către banca centrală prin oferirea de randamente reale ridicate, creșterea rezervelor și/sau legarea monedei de ceva solid, cum ar fi aurul sau o monedă puternică. De obicei, în această etapă, dobânzile trebuie să fie relativ ridicate în raport cu rata inflației și suficient de mari pentru a compensa slăbiciunea monedei, astfel încât să fie avantajos să fii creditor și costisitor să fii debitor. Această etapă a ciclului poate fi foarte atrăgătoare pentru creditori-împrumutători.

**Etapa în care se află Marele Ciclu al Datoriilor se reflectă și în tipurile de politici monetare utilizate.** Pe măsură ce Marele Ciclu al Datoriilor avansează, băncile centrale trebuie să schimbe felul în care gestionează politica monetară pentru a menține expansiunea datoriei/creditelor/economiei, astfel încât, prin observarea tipului de politică monetară pe care o utilizează, să putem intui în ce etapă se află Marele Ciclu al Datoriilor. **Etapele politicii monetare și condițiile care le înlesnesc sunt următoarele:**\*

**Etapa 1: Un sistem monetar legat („solid”) (MP0)\*\*.** Acesta este tipul de politică monetară care a existat între 1945 și 1971. El se încheie atunci când bula datoriilor se sparge și apare dinamica descrisă anterior, „panica bancară”, care reprezintă o fugă de la activele de credit către banii solizi, iar cantitatea limitată de bani solizi provoacă neplăți masive. Acest fapt generează o dorință imperioasă de a țări bani, și nu de a lăsa oferta acestora să fie limitată de

---

\* Această explicație a etapelor diferă ușor de modul în care le-am descris în lucrările mele anterioare, principala diferență fiind că am adăugat o denumire pentru sistemele monetare legate (valuta forte), pe care anterior le-am inclus în categoria celor fiduciare, guvernate de modificările dobânzii. Deoarece consider că este important să se facă o distincție între sistemele legate și cele fiduciare, în această carte, sistemele legate/cu valută forte vor fi denumite MP0, iar numerotarea celorlalte politici monetare va rămâne aceeași ca în celelalte lucrări ale mele. (n. aut.)

\*\* *Monetary Policy 0*. Adică, etapa inițială a politicii monetare. (n. red.)