

SISTEMUL BALANȚELOR DE PLĂȚI DIN UE-27 SUB IMPACTUL CRIZEI FINANCIARE

SIMONA MOAGĂR POLADIAN,
IONELA BĂLȚĂTESCU

Abstract

În acest articol¹ am analizat impactul pe care criza financiară și economică internațională declanșată în 2008 l-a produs asupra poziției UE27 în lume, prin prisma sistemului balanțelor de plăți. Concret, perioada analizată este cuprinsă între anii 2006-2011, iar articolul este structurat în trei părți: (1) analiza evoluției balanței contului curent și a contului de capital la nivelul UE27 cu statele din afara UE; (b) identificarea principalilor factori ai disparităților și asimetriilor existente între statele membre ale Zonei euro atât în privința balanței curente, cât și a poziției investiționale internaționale; (c) rolul tranzacțiilor din sistemul TARGET2 în acumularea și finanțarea deficitelor de cont curent ale statelor periferice ale Zonei euro, precum și în fuga capitalului din aceste state către alte state ale Zonei euro percepute ca fiind mai puțin riscante de către investitori.

Cuvinte cheie: criza financiar-economică, balanța de plăți, UE27, disparități financiare și economice, TARGET2

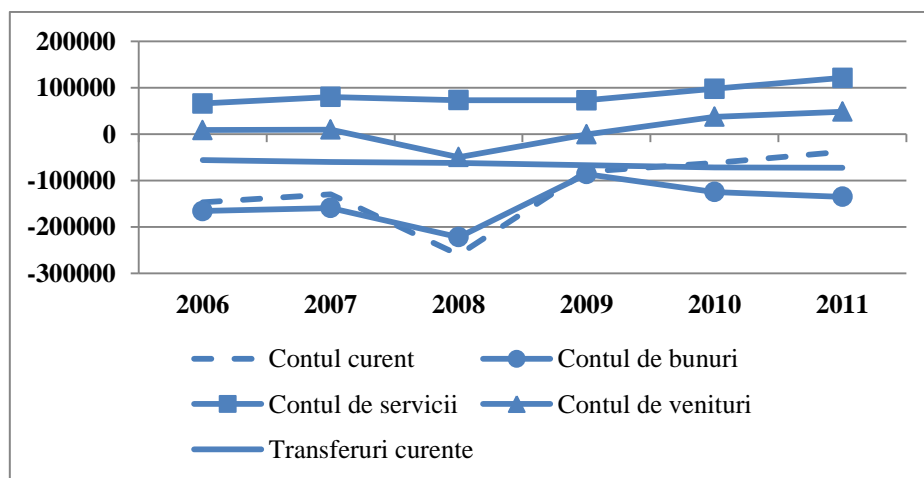
Clasificare JEL: F3, F32, F36

¹ Articolul are la bază contribuția autoarelor la studiul cu tema "Modificări structurale în economia mondială ca efect al crizei financiare și economice. analiza modelelor de dezvoltare economică a statelor lumii prin prisma rezistenței față de situațiile de criza", coord. Dr. Simona Moagăr-Poladian. Studiul face parte din programul Academiei Române pe 2012: Programul X - Teoria și practica gestionării crizei - criza teoriei și politicilor economice și sociale contemporane - coordonatori Dr. Luminița Chivu, Dr. Constantin Ciutacu.

1. Evoluția balanței de plăți curente la nivelul UE-27 sub impactul crizei

Conform datelor EUROSTAT, UE27 a înregistrat un deficit de cont curent (extra-UE) de aproape 38 miliarde de euro (0,3% din PIB) în 2011, și de 61,74 miliarde de euro (0,5% din PIB) în 2010. Se poate constata că, în 2010-2011, deficitul de cont curent al UE s-a redus semnificativ în raport cu anul 2008, când balanța contului curent indica un deficit de 260 miliarde de euro (2,1% din PIB). Analiza pe principalele posturi ale balanței de plăți curente relevă faptul că în 2011 s-a înregistrat o creștere ușoară a deficitului comercial (134,8 miliarde euro) în raport cu anul 2010 (124,7 miliarde euro), deficit ce a fost contrabalansat de surplusul balanței serviciilor (121 miliarde euro în 2011, comparativ cu 97,5 miliarde euro în 2010), precum și de surplusul pe contul de venituri (48,2 miliarde euro în 2011, respectiv 37,2 miliarde euro în 2010).

Grafic 1 - Evoluția soldului de plăți curente și a principalelor sale componente, la nivelul UE-27, în perioada 2006-2011

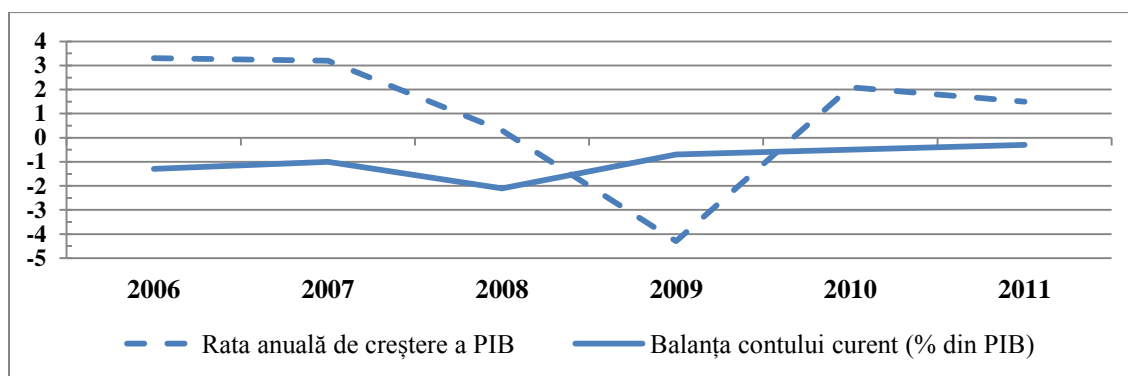


Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2012

Evoluția soldului de cont curent (% din PIB) la nivelul UE-27 era cuprinsă înainte de izbucnirea crizei financiare internațională într-o marjă de (-1, -2) % din PIB, în timp ce ritmul de creștere al PIB era în medie de peste 3%. În condițiile crizei financiare internațională, pe de-o parte, unele state membre ale UE au intrat

în recesiune, iar altele au făcut cu greu față crizei, cu ritmuri de creștere pozitive, dar apropiate de 1%. Pe de altă parte, reducerea ritmului de creștere a comerțului mondial a determinat reducerea deficitului comercial și, implicit diminuarea soldului balanței curente de plăți la nivel UE-27 (vezi grafic 1).

Grafic 1- Evoluția ritmului anual de creștere al PIB (%) și soldul contului curent (% din PIB) în UE-27, în perioada 2006-2011



Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2012

1.1. Balanța contului curent a UE-27 în raport cu principalii parteneri externi

Analiza soldului balanței de plăți curente pe principalele țări partenere ale UE-27 relevă faptul că ierarhia este aceeași în prezent ca și înainte de izbucnirea crizei financiare internaționale, dar semnificativă este evoluția valorică a acesteia. Astfel, și în 2011, SUA continuă să fie principalul debitor net al UE-27, surplusul de cont curent al UE-27 cu SUA fiind de 71,4 miliarde euro în 2011 (38,6 miliarde euro în 2009).

Elveția este al doilea mare debitor net al UE27, surplusul de cont curent al UE-27 fiind de 67,2 miliarde euro în 2011. Tot în 2011, UE-27 a înregistrat surplus de cont curent cu Brazilia (23,47 miliarde euro), Canada (22 miliarde euro), Hong Kong (23,96 miliarde euro) și India (5,82 miliarde euro).

În același timp, China continuă să fie cel mai important creditor net al UE-27, deficitul de cont curent al acesteia cu China fiind de 121,72 miliarde euro în 2011. În condițiile crizei financiare și economice, deficitul de cont curent al UE-27 cu China a scăzut de la 148,32 miliarde euro în 2008, la 109 miliarde euro în 2009 pentru ca, ulterior, să se accentueze din nou în 2010 (135,86 miliarde euro). Concomitent, deficitul de cont curent al UE-27 cu Rusia a fost de 62,11 miliarde

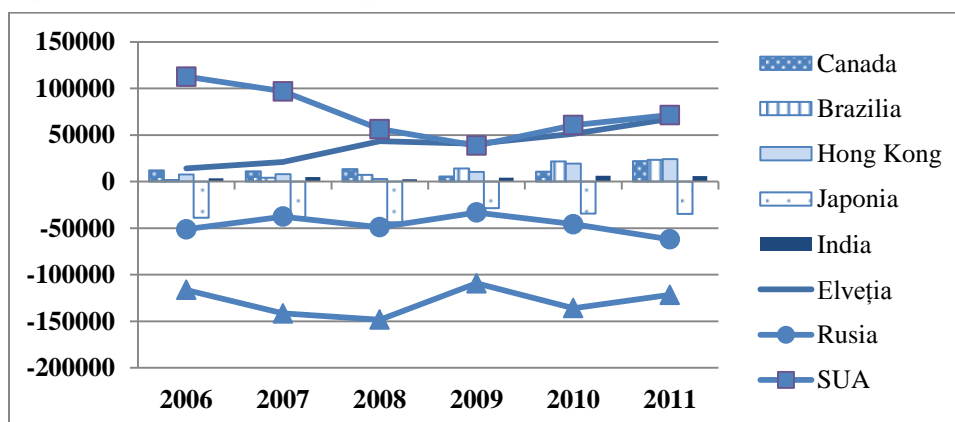
euro în 2011, înregistrând o scădere în raport cu anii precedenți (45,74 miliarde euro în 2010, respectiv 33,02 miliarde euro în 2009). Totodată, deficitul de cont curent al UE-27 cu Japonia a rămas relativ constant în 2010 și 2011 (34,46 miliarde de euro în 2011, respectiv 34,36 miliarde euro în 2010).

Ca tendință generală, în condițiile crizei, se observă că surplusul de cont curent al UE-27 cu țările cu care UE înregistrează în mod tradițional surplus a scăzut, iar deficitul de cont curent cu țările cu care UE înregistrează în mod tradițional deficit s-a redus. Per ansamblu însă, **deficitul de cont curent al UE-27 cu restul țărilor lumii s-a accentuat pe parcursul crizei financiare și economice care a debutat în 2008, dar s-a redus în anii următori (2009-2011).**

O analiză a componentelor balanței contului curent a UE27 cu principalii săi creditori neți indică faptul că UE înregistrează cel mai important deficit comercial, atât cu China cât și cu Rusia și Japonia. Astfel, în 2011, deficitul comercial cu China era de 142,11 miliarde euro, iar deficitul comercial cu Rusia era de 84,24 miliarde de euro. În schimb, cu Japonia, în 2011, UE-27 a înregistrat deficite semnificative atât pe contul de bunuri (18,73 miliarde euro) cât și pe contul de venituri din investițiile de portofoliu (17,85 miliarde euro).

Analiza componentelor balanței contului curent a UE-27 pe principalii debitori relevă faptul că surplusul de cont curent al UE-27 se manifestă în principal pe contul de bunuri (de exemplu, cu SUA, Elveția, Hong Kong) dar și pe contul de servicii (în special, cu Elveția) și pe contul de venituri din investiții (cu Elveția, Brazilia, Canada).

Grafic 3 – Evoluția soldului balanței de plăți curente a UE-27 cu principalii parteneri externi, în perioada 2006-2011 (milioane euro)



Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2012

1.2. Balanța mișcărilor de capital - UE27

Criza financiar-economică internațională a afectat în mod substanțial contul financiar al UE, în condițiile în care principalii investitori la nivel internațional și-au retras fondurile și au redus expunerea în raport cu piețele externe. Astfel, după ce în 2007 a înregistrat o creștere, fluxul intrărilor de investiții străine directe (ISD) în UE s-a redus semnificativ în anii imediat următori (2008-2010) ca urmare a adâncirii crizei în majoritatea statelor din Zona euro. Astfel, fluxul intrărilor de investiții străine atingea 442 miliarde de euro în 2007; în 2008, acesta a scăzut la 196,7 miliarde euro, iar în 2010 a înregistrat o nouă scădere în raport cu anul precedent (de la 276,3 miliarde euro în 2009 la 208,6 miliarde euro în 2010). Însă în 2011, volumul valoric al investițiilor străine cu SUA și Elveția, principalii parteneri ai UE, a crescut, după scăderea accentuată din 2010. Astfel, fluxurile de ISD din SUA au crescut de la 44,9 miliarde euro în 2010 la 114,77 miliarde euro în 2011, iar fluxurile de ISD din Elveția au crescut de la 88,9 miliarde euro în 2010 la 34,32 miliarde euro în 2011.

În ceea ce privește fluxul ieșirilor de ISD, în 2011 Brazilia și China au rămas cele mai importante destinații pentru investitorii UE (cu toate că în 2011 în raport cu 2010 fluxul ieșirilor de ISD către aceste țări a înregistrat o scădere relativă).

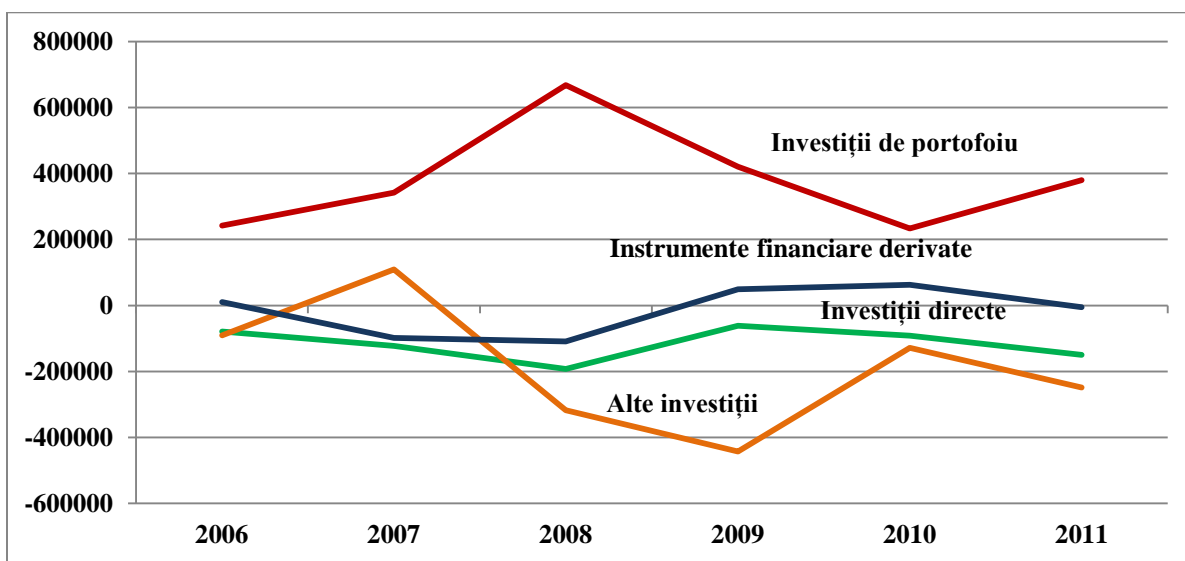
Fluxurile de ISD din Canada și Hong Kong către UE au scăzut în 2011 în raport cu 2010 (de la 23,89 miliarde euro la 6,8 miliarde euro din Canada, respectiv de la 14,27 miliarde euro la 6,48 miliarde euro din Hong-Kong), iar cele din China, India și Japonia au crescut. Astfel, fluxurile de ISD din China au crescut în 2011 în raport cu 2010 de la 736 milioane euro la 3,2 miliarde euro; fluxurile de ISD din India au crescut de la 482 milioane euro în 2010 la 617 milioane euro în 2011; totodată, fluxurile de ISD din Japonia au crescut de la -5, 11 miliarde euro în 2010 la 5,4 miliarde euro în 2011.

Tabel 1 - Soldul contului de capital la nivel extra UE-27, în perioada 2006-2011 (milioane euro)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
INVESTIȚII DIRECTE	-78 604	-123 024	-192 738	-61 738	-91 619	-149 261
<i>ISD - ieșiri</i>	-322 697	-565 079	-389 389	-338 032	-300 179	-393 159
<i>ISD - intrări</i>	244 093	442 055	196 650	276 294	208 559	243 898
INVESTIȚII DE PORTOFOLIU	241 803	341 586	668 222	420 136	233 620	379 528
<i>Investiții de portofoliu - active</i>	-389 460	-492 760	-127 910	-209 464	-273 598	-51 571
<i>Investiții de portofoliu - pasive</i>	631 263	834 346	796 132	629 600	507 218	431 099
ALTE INVESTIȚII	-90 910	108 742	-317 822	-442 377	-128 358	-248 321
<i>Alte investiții - active</i>	-734 766	-1 208 201	668 684	327 784	-422 110	-497 818
<i>Alte investiții - pasive</i>	643 856	1 316 943	-986 505	-770 161	293 753	249 497
INSTRUMENTE FINANCIARE DERIVATE	10 016	-98 763	-108 945	48 749	62 263	-5 537

Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2011

**Grafic 4- Evoluția soldului contului de capital UE 27, în perioada 2006-2012
(milioane euro)**



Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2011

Investițiile de portofoliu pe total UE-27 au fost puternic afectate de criză, înregistrând fluctuații semnificative în perioada analizată. Dacă din 2007 până în 2008 acestea aproape s-au dublat, din 2008 până în 2010 au scăzut de aproximativ trei ori.

În 2011, s-a înregistrat o creștere a investițiilor de portofoliu în UE-27 de la 233,6 miliarde euro în 2010 la 379,5 miliarde euro, comparativ cu 2010. De asemenea, semnificativ afectate de criză au fost tranzacțiile înregistrate la rubrica **alte investiții** în balanța contului financiar al UE-27 (creditele comerciale, depozitele, alte active și pasive), ca efect al înășpririi condițiilor de creditare.

2.3. Balanța contului curent – UE-27. Scurtă analiză pe țări

Prognozele Comisiei Europene indică în ansamblu o îmbunătățire treptată a situației contului curent al UE-27 pentru perioada 2012-2014, estimându-se că balanța contului curent a UE va fi ușor pozitivă în 2013, în special datorită surplusului din contul serviciilor (CE 2012, 22). Cu toate ca la nivel agregat evoluția

balanței contului curent a UE este în general pozitivă, aceasta maschează diferențe substanțiale la nivelul statelor membre UE-27 și, în special, al Zonei euro. În vreme ce unele state membre înregistrează surplusuri ale contului curent cu partenerii externi ai UE, alte state înregistrează deficite de cont curent semnificative (tabel 2).

Tabel 2 - Evoluția balanței contului curent, extra UE-27, 2006-2011, (milioane euro)

Tări membre UE	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgia	5 931	6 355	-4 555	-4 803	6 804	-5 242
Bulgaria	-4 647	-7 756	-8 182	-3 116	-534	104
R.P. Cehă	-2 391	-5 671	-3 297	-3 428	-5 894	-4 453
Danemarca	6 515	3 093	6 774	7 595	13 915	13 582
Germania	144 739	180 912	153 634	140 559	150 669	146 564
Estonia	-2 053	-2 563	-1 486	470	420	339
Irlanda	-6 304	-10 124	-10 169	-3 763	1 782	1 785
Grecia	-23 759	-32 602	-34 798	-25 814	-22 501	-20 629
Spania	-88 313	-105 265	-104 676	-50 539	-47 427	-37 497
Franța	-10 345	-18 924	-33 725	-25 143	-30 172	-38 934
Italia	-22 345	-19 916	-44 899	-30 174	-54 680	-48 444
Cipru	-1 006	-1 865	-2 679	-1 808	-1 711	-849
Letonia	-3 603	-4 710	-3 014	1 598	532	-434
Lituania	-2 551	-4 149	-4 194	996	20	-1 151
Luxemburg	3 516	3 784	2 002	2 584	3 283	3 028
Ungaria	-6 634	-7 224	-7 728	-176	1 030	917
Malta	-497	-343	-294	-439	-311	-20
Olanda	50 680	38 424	25 494	29 671	45 149	58 639
Austria	7 256	9 619	13 757	7 487	9 740	1 741
Polonia	-10 421	-19 253	-23 818	-12 059	-18 121	-17 974
Portugalia	-17 186	-17 105	-21 736	-18 402	-17 226	-11 099
România	-10 220	-16 758	-16 178	-4 938	-5 476	-6 049
Slovenia	-772	-1 646	-2 295	-246	-210	1
Slovacia	-3 490	-2 912	-4 021	-1 627	-2 454	38
Finlanda	6 891	7 668	4 877	3 024	2 714	-3 052
Suedia	26 626	30 889	30 281	19 492	23 262	25 018
Marea Britanie	-66 800	-51 573	-25 081	-23 095	-56 749	-33 533

Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2012

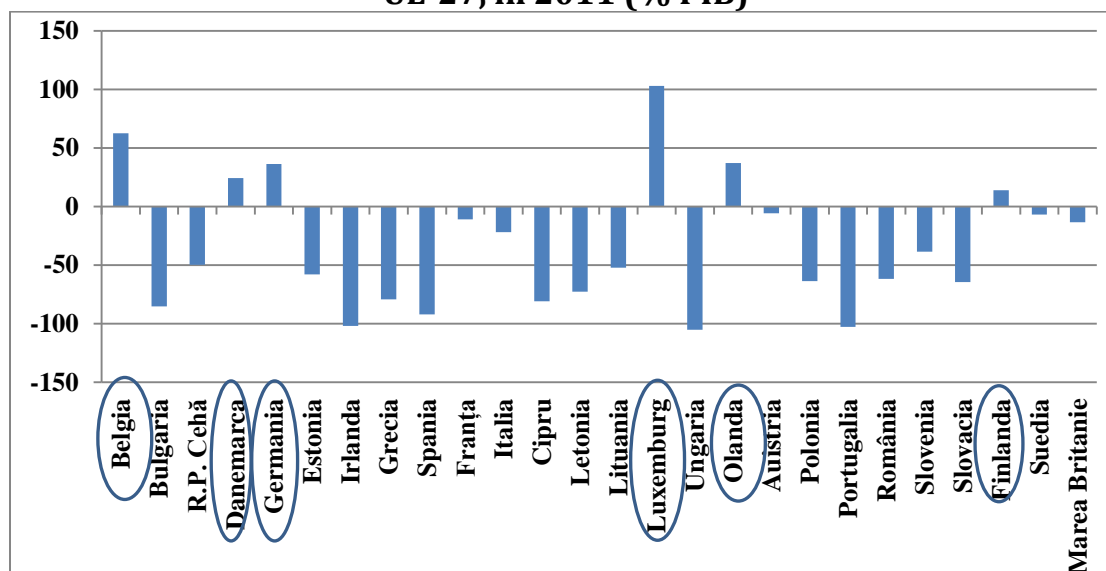
După cum se observă în tabelul 2, diferențe semnificative în ceea ce privește balanța contului curent se remarcă între țările din sud ale Zonei euro (Spania, Grecia, Italia, Portugalia) sau așa numitele țări GIIPS (Grecia, Italia, Irlanda,

Portugalia, Spania) și țările din nord (Germania, Luxemburg, Olanda, Belgia, Danemarca).

Același model al disparităților între statele membre ale Zonei euro se remarcă studiind și poziția investițională internațională netă a statelor din Zona euro. Singurele state cu o poziție investițională internațională netă favorabilă, la nivelul anului 2011, sunt: Belgia Danemarca Germania Luxemburg Olanda și Finlanda.

Luxemburg continuă să fie în 2011 cel mai important creditor între statele membre UE, prin poziția sa investițională internațională (raportat la PIB-ul țării). Totodată, cea mai mare valoare a poziției investiționale internaționale nete la nivelul UE a fost înregistrată de Germania (844,72 miliarde euro) în timp ce Spania, a înregistrat cel mai înalt nivel al îndatorării între statele membre UE (975,31 miliarde euro). Cu excepția câtorva state din nordul UE, respectiv Germania, Danemarca, Olanda, Belgia, Finlanda și Luxemburg, care sunt investitori neți, restul statelor membre ale UE sunt caracterizate de o poziție investițională negativă netă, pe ansamblul anului 2011. Această situație este ilustrată în graficul 7.

Grafic 7- Poziția investițională internațională netă a țărilor membre UE-27, în 2011 (% PIB)



Sursa: Prelucrare date disponibile în Olaf Nowak, Economy and Finance , EUROSTAT, *Statistics in Focus* 32/ 2012

**Tabel 3 - Poziția investițională internațională netă,
țările membre UE, 2006-2011 (milioane euro)**

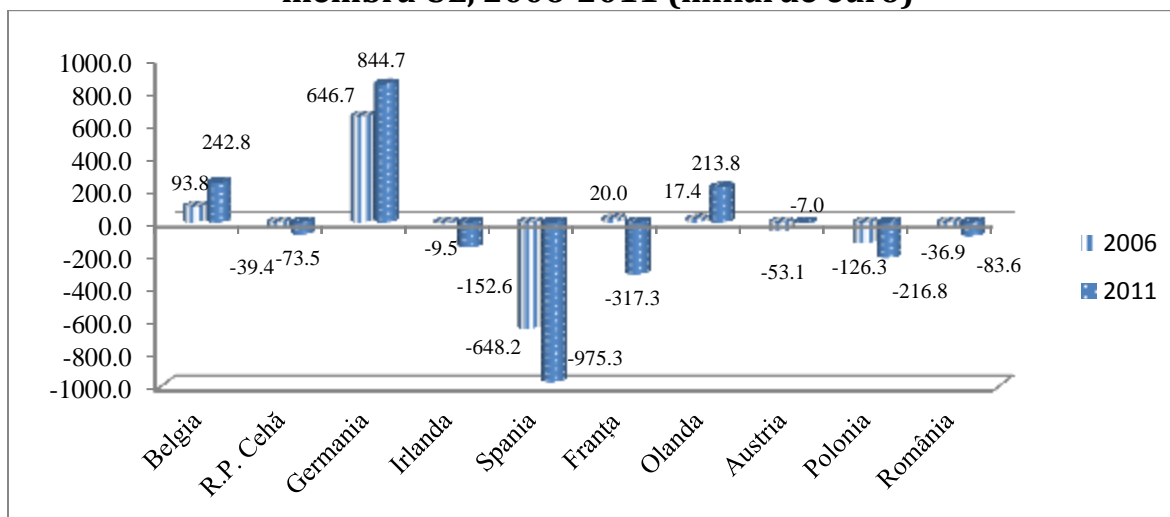
Țări	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgia	93 835	97 074	137 639	184 646	229 469	242 801
Bulgaria	-15 350	-24 966	-34 880	-35 569	-34 385	-32 943
R.P. Cehă	-39 428	-53 249	-57 489	-65 268	-73 038	-73 490
Danemarca	-389	-13 103	-11 980	9 809	23 763	58 742
Germania	646 726	643 522	629 517	802 522	870 879	844 721
Estonia	-9 892	-11 578	-12 455	-11 277	-10 433	-9 219
Irlanda	-9 452	-36 928	-136 274	-149 992	-139 060	-152 620
Grecia	-178 163	-214 468	-179 182	-207 156	-218 632	-179 556
Spania	-648 218	-822 823	-863 066	-982 156	-932 778	-975 319
Franța	20 029	-27 927	-248 977	-177 022	-151 917	-317 296
Italia	-331 557	-381 031	-379 650	-385 188	-372 483	-325 361
Cipru	5 527	1 858	-2 593	-5 126	-6 190	-12 824
Letonia	-11 162	-15 798	-17 943	-15 235	-14 471	-14 962
Lituania	-11 788	-16 035	-16 716	-15 277	-15 286	-16 196
Luxemburg	44 620	35 815	37 415	30 860	38 530	45 958
Ungaria	-96 678	-103 466	-105 507	-111 093	-108 020	-93 839
Malta	1 425	989	158	797	459	368
Olanda	17 393	-34 552	24 811	95 544	133 279	213 754
Austria	-53 104	-49 868	-47 840	-22 009	-23 275	-6 982
Polonia	-126 347	-164 093	-173 025	-192 710	-233 161	-216 829
Portugalia	-126 813	-148 833	-165 398	-185 969	-185 199	-179 491
România	-36 872	-54 260	-68 368	-73 613	-78 263	-83 623
Slovenia	-5 306	-7 553	-13 286	-14 085	-15 246	-14 889
Slovacia	-25 722	-28 397	-38 345	-41 880	-41 612	-44 534
Finlanda	-22 877	-50 188	-18 068	13	21 042	24 793
Suedia	-42 485	-4 896	-30 892	-28 222	-27 708	-32 798
Marea Britanie	-574 545	-440 663	-106 562	-331 530	-405 278	-315 005

Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2012

Analiza în volum valoric absolut (miliarde euro) în perioada 2006-2011 relevă diferențe substanțiale în ceea ce privește soldul mișcărilor de capital în 2011 comparativ cu 2006 pentru o serie de state membre UE. În graficul 8, ilustrăm evoluția acestor țări cu creșteri de peste 30% ale soldurilor balanței de capital în 2011, comparativ cu 2006. Se remarcă din nou *Germania, Olanda și Belgia între*

statele cu cele mai mari ritmuri de creștere ale soldului pozitiv al balanței capitalului, acestea preferând să investească mai mult în afara țării, în contradicție cu Spania, Franța, Polonia, România și Republica Cehă care sunt atracții pentru ISD-uri.

Grafic 8 - Evoluția poziției investiționale internaționale nete, la nivel de țară membră UE, 2006-2011 (miliarde euro)



Sursa: EUROSTAT, noiembrie 2012

Principala întrebare care se ridică este următoarea: care sunt cauzele acestor dezechilibre care se manifestă la nivelul statelor membre ale Zonei euro, în ceea ce privește poziția investițională internațională și balanța contului curent?

Înainte de a formula o ipoteză vom face următoarele observații și comentarii:

- 1) Între statele nordice și sudice membre ale Zonei euro există și alte tipuri de asimetrii în afara celor legate de poziția investițională internațională și balanța contului curent. Astfel, statele din sud au totodată și o datorie publică mai mare decât cele din nord, raportat la PIB. Există, de asemenea, diferențe semnificative de competitivitate între economiile unor state din nord, membre ale Zonei euro (Germania, Olanda, Luxemburg), relativ la unele state din sud (Grecia, Spania). Parțial, aceste disparități și asimetrii sunt cunoscute încă de la instituirea Zonei euro și a monedei unice. În momentul introducerii euro, Grecia și Italia aveau datorii publice de peste 100% din PIB și multe dintre statele din sud erau mai puțin competitive decât statele din nord. Ulterior, situația deficitelor

și a datoriilor s-a agravat progresiv, prin însăși faptul că statele mai îndatorate (deci cu o bonitate mai scăzută) s-au bucurat de condiții de creditare relativ similare cu statele mai puțin îndatorate, pe piața obligațiunilor guvernamentale. State îndatorate, precum Grecia și Italia, prin aderarea la Zona euro au devenit mai credibile în ochii investitorilor și au putut obține dobânzi avantajoase la creditele contractate sau în vânzarea propriilor obligațiuni. Aceste disparități și asimetrii preliminare reprezintă un factor care a contribuit la agravarea problemelor macroeconomice curente care afectează aceste țări.

- 2) Conform analizei efectuate de Ruo Chen, Gian Maria Milesi-Ferretti și Thierry Tressel (2012), statele GIIPS membre ale Zonei euro nu au fost creditate de către investitorii din afara UE nici înainte, nici pe parcursul crizei financiare internațională, declanșată în 2008. Aceștia au preferat să investească în titluri emise de statele non-GIIPS (în special, Germania și Franța). În schimb, statele îndatorate din sud au fost creditate de statele UE din nord, iar acestea din urmă au fost creditate de investitori externi UE (Chen, Milesi-Ferretti & Tressel 2012). Deficitul de cont curent al țărilor îndatorate din sud a fost susținut indirect de țările din nord ale Zonei euro. În timp ce investitorii din alte state decât UE au continuat să facă diferența între instrumentele financiare emise de statele îndatorate ale Zonei euro și toate celelalte titluri financiare, investitorii din Zona euro le-au considerat indistinct, dată fiind substituibilitatea mai ridicată a instrumentelor financiare emise de statele membre la nivelul Zonei euro decât pentru investitorii din afara ei: *atât titlurile emise de statele îndatorate, cât și cele emise de statele mai puțin îndatorate au putut fi utilizate drept colateral la BCE pentru credite de către investitorii locali, în condiții neaccesibile investitorilor din afara UE.*
- 3) Efectul de substituție a instrumentelor financiare emise de statele GIIPS și a celor emise de statele non-GIIPS decurge implicit din schemele propuse sau implementate în vederea soluționării problemei datoriilor publice la nivelul Zonei euro: creșterea coeficientului de îndatorare a EFSF/ESM, euroobligațiunile, Euro-TARP (Prinz și Beck 2012). Spre exemplu, prin emisiunea de euroobligațiuni, se încearcă tocmai estomparea diferențelor

între obligațiunile statelor GIIPS și cele ale statelor non-GIIPS, mizându-se pe obținerea unui rating mai mare din partea agențiilor de rating pentru obligațiunile emise și/sau garantate în comun. Totuși, garanțiile oferite de statele membre ale Zonei euro vor fi, în mod predictibil, neomogene, în măsura în care multe dintre statele GIIPS sunt *de facto* în situația de a nu și mai putea onora datoriile scadente la datele stabilite. De asemenea, în cazul creșterii coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM, diferența între cele două tipuri de obligațiuni se păstrează, dar nu mai este semnificativă, pentru că ambele pot fi utilizate ca garanții pentru a obține împrumuturi de la BCE. Totodată, achizițiile directe de obligațiuni emise de către statele GIIPS fie de către BCE, fie de către EFSF/ESM și menținerea acestora până la scadență a permis statelor cu o situație financiară precară să emită noi instrumente financiare, respectiv obligațiuni pe termen mediu și lung. Băncile au cumpărat aceste obligațiuni, și, ulterior, le-au folosit drept garanții pentru noi împrumuturi de la Banca Centrală Europeană, fonduri pe care le-au utilizat, de asemenea, pentru achiziționarea de obligațiuni ale guvernelor din Zona euro (Bagus 2010). Astfel, guvernele țărilor îndatorate din Zona euro au continuat să mențină un nivel relativ ridicat al cheltuielilor publice și au evitat sau întârziat implementarea unor reforme care să contribuie la creșterea competitivității economice (cum ar fi reformele pe piața muncii, reforma sectorului public). În consecință, nivelul de trai al locuitorilor din aceste țări a fost menținut prin importuri de bunuri și servicii (ceea ce a dus la o adâncire a deficitelor comerciale) și prin noi datorii (în special sub forma obligațiunilor guvernamentale).

Ipoteza avansată în acest articol, care va face obiectul unor studii viitoare este aceea că dezechilibrele existente în balanța contului curent, în special a țărilor GIIPS din Zona euro sunt în principal cauzate de deficiențe interne ale UE și nu atât de factori sau șocuri externe, cum ar fi criza financiară și economică din 2008, modificări ale cereri sau ofertei pe piața internațională a diverselor produse, afirmarea pe plan economic a unor noi state (China, economiile emergente din Asia) etc. Acestea din urmă au avut totuși un rol important, contribuind la

agravarea asimetriilor dintre Nord și Sud în Zona euro, date fiind deficiențele structurale și instituționale ale Zonei euro.

2. Sistemul TARGET2 și dezechilibrele de cont curent din Zona euro

Modul de funcționare a sistemului TARGET2 este relevant pentru explicarea acumulării deficitelor de cont curent a statelor GIIPS în tandem cu acumularea de datorii publice (Bălțătescu, 2011), în special pe parcursul crizei financiar-economice.

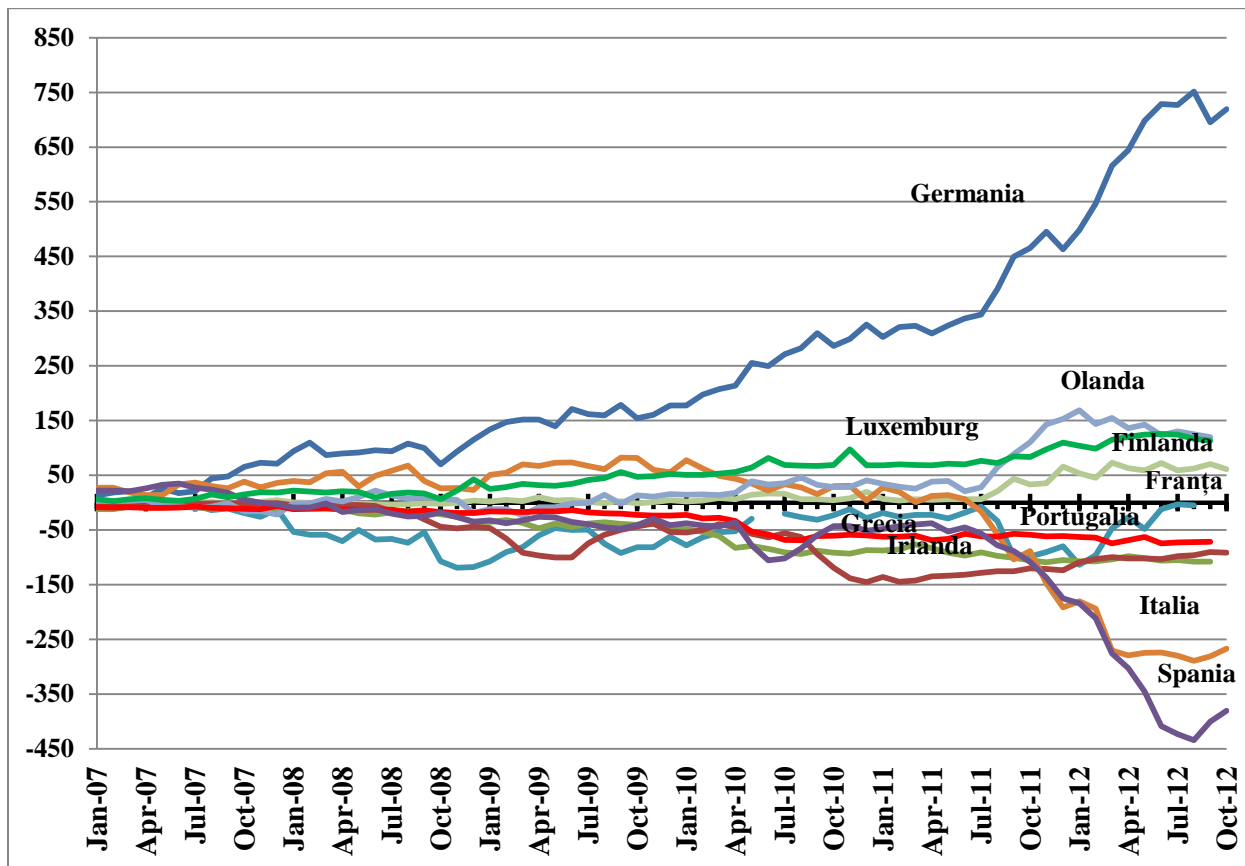
Sistemul TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2)² este utilizat pentru decontarea operațiunilor băncilor centrale, inclusiv a operațiunilor de politică monetară ale Euro-sistemului, a transferurilor interbancare de mare valoare în euro, precum și a altor plăți în euro. TARGET2 este un sistem care își desfășoară operațiunile începând cu noiembrie 2007.

Peter Garber explică într-un studiu recent al Deutsche Bank (Garber 2010) că însăși aranjamentul instituțional al Euro-sistemului – care stă la baza uniunii monetare și a monedei euro – permite ca orice țară membră a Zonei euro să fie creditată cu sume foarte mari de către celelalte state membre ale Zonei euro *via* BCE și sistemul TARGET2, dacă se confruntă cu o criză de solvabilitate. Mai exact, în condițiile în care o țară membră a Zonei euro intră în imposibilitate de plată, Sistemul European al Băncilor Centrale preia în mod automat riscurile creditării respectivei țări. Astfel, pe parcursul crizei, țările din sudul Europei au acumulat debite în sistemul TARGET2, în timp ce țările creditoare au acumulat creanțe. Spre exemplu, creanțele acumulate de Germania prin sistemul TARGET2 atingeau 696 miliarde de euro (peste 8500 de euro pentru fiecare locuitor al Germaniei)³ în septembrie 2012. Balanța netă Eurosistem/TARGET2 indică, odată cu debutul crizei financiare, o acumulare progresivă de creanțe de către Germania, Olanda și Luxemburg, în special, și de debite de către țări precum Spania, Italia, Grecia, Irlanda și Portugalia (Bălțătescu, 2011, 34).

² Sistemul cu decontare pe bază brută în timp real pentru plăți în monedă euro

³ Sursa: Deutsche Bundesbank, http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen/Datenbanken/MakrooekonomischeZeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.EU8148B

Grafic 9 - Balanța netă Eurosistem/TARGET2 (miliarde euro)



Sursa: Euro Crisis Monitor Institute of Empirical Economic Research Osnabrück University, <http://www.eurocrisismonitor.com/>

O scurtă comparație a datelor cuprinse în tabelul 2, precum și în graficele 7 și 9, relevă faptul că se păstrează același tipar al disparităților între țările membre UE în ceea ce privește **deficitul de cont curent, poziția investițională a țărilor membre UE și creanțele și debitele acumulate în sistemul TARGET2 de către acestea**. Faptul că aceleași țări (GIIPS) care au un deficit de cont curent important au, de asemenea, o poziție investițională defavorabilă și în același timp au acumulat debite în sistemul TARGET2 și datorii publice record nu este o simplă coincidență. Philipp Bagus (2010) argumentează că sistemul TARGET2 a jucat un rol important în acumularea de datorii publice, mai ales în țările periferice ale Zonei euro care au deficite de cont curent, debitele TARGET2 reprezentând datorii ale agenților

privăți, companiilor și guvernelor. De exemplu, dacă agenți comerciali din Spania sau Grecia cumpără active din Germania, la început, *deficitul de cont curent rezultat este finanțat de către entități private*, de pildă prin credite de la băncile germane către băncile spaniole. Dar odată cu supra-îndatorarea sectorului privat și cu creșterea datoriilor guvernamentale ale Spaniei și Greciei, calitatea garanțiilor oferite de băncile grecești și spaniole scade, iar investitorii privați nu mai găsesc avantajos să se implice. Totuși, prin sistemul TARGET2, întreg procesul a putut continua nestingherit: băncile spaniole sau grecești au putut utiliza drept garanții titluri cu un grad ridicat de risc (obligațiunile guvernului spaniol sau grec) care sunt acceptate de către băncile centrale ale Spaniei și Greciei și de către BCE. Ca urmare, în sistemul TARGET2 s-au înregistrat în continuare debite ale băncilor centrale ale Spaniei și Greciei și credite ale Bundesbank. Totodată, *guvernele țărilor care au acumulat în acest proces deficite de cont curent, au acumulat, în paralel, și datorii publice însemnate, în măsura în care, prin sistemul TARGET2, BCE a acceptat drept garanții pentru creditele acordate obligațiunile emise de guverne falimentare*. Prin urmare, în condițiile în care creditorii privați și-au pierdut interesul pentru o țară anume (cum a fost cazul cu Spania și Irlanda), BCE a preluat rolul de creditor *via* TARGET2, finanțând astfel fuga capitalului din respectivele țări care, altfel, ar trebui să exporte mărfuri sau servicii cerute pe piața internațională (deci să-și reducă deficitul de cont curent) sau să recâștige încrederea creditorilor privați. Prin acest proces, sistemul TARGET2 a permis finanțarea deficitului de cont curent al țărilor GIIPS prin împrumuturi garantate de băncile centrale ale Eurosistemului și, în consecință, a favorizat menținerea unor structuri economice necompetitive în aceste țări.

3. Concluzii

Deficitul de cont curent al UE s-a adâncit în momentul declanșării crizei financiare și economice, pentru ca, ulterior, în perioada 2010-2012 să înregistreze o evoluție pozitivă. Cu toate ca la nivel agregat evoluția balanței contului curent a UE este în general favorabilă, acest fapt maschează diferențe substanțiale la nivelul statelor membre ale UE-27 și, în special, ale Zonei euro.

În urma cercetării cu privire la situația balanței contului curent la nivelul statelor membre ale Zonei euro, putem formula o ipoteză care va fi detaliat analizată, ilustrată și susținută în studii viitoare: *principalele surse ale dezechilibrelor de cont curent înregistrate de statele membre UE nu sunt atât factorii externi (competitivitatea statelor emergente din Asia, criza financiară declanșată în SUA, modificări ale cererii, ofertei și prețurilor pe plan internațional, ș.a.) cât deficiențele interne instituționale*. Deși factorii externi au contribuit la agravarea unor disparități preexistente, precum gradul de îndatorare ridicat al unor state membre și diferențele de competitivitate între economiile Zonei euro, aceștia nu constituie cauza principală a asimetriilor manifestate la nivelul balanței contului curent între statele membre UE. Dată fiind structura instituțională a Eurosistemului – în special, substituibilitatea la nivelul Zonei euro a instrumentelor financiare emise de statele membre – statele supra-îndatorate ale Zonei euro (GIIPS) au continuat să fie susținute de țările relativ mai stabile financiar (Germania, Olanda, Luxemburg), reușind astfel să își mențină un nivel mai ridicat al importurilor decât le-ar fi permis propria situație economică și financiară.

BIBLIOGRAFIE:

1. Bagus, Philip (2010). *The Tragedy of the Euro*. Ludwig von Mises Institute.
2. Bagus, Phillip (2012, June 15). Passing the Bailout Buck. *Mises Daily*. Disponibil la <http://mises.org/daily/6067/Passing-the-Bailout-Buck>
3. Bălățescu, Ionela (2011). Uniunea fiscală și problema datoriilor Zonei euro. *Revista de economie mondială*, Vol.4, No.3.
4. Chen Ruo, Milesi-Ferretti Gian Maria și Tressel, Thierry (2012). External Imbalances in the Euro-Area. *IMF Working Paper*, International Monetary Fund.
5. Euro Crisis Monitor Institute of Empirical Economic Research Osnabrück (2012). Net Balance with the Eurosystem/Target. 01/01/2007 to 01/09/2012. Disponibil la <http://www.eurocrisismonitor.com/>
6. European Commission (2012, October). European Economic Forecast – Autumn 2012. Brussels.
7. EUROSTAT. (2012). International investment position - annual data. Disponibil la: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
8. EUROSTAT. (2012). Main Balance of Payments and International Investment Position items as share of GDP. 2006 to 2011. Disponibil la: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
9. EUROSTAT. (2012). Balance of payment by country 2006 to 2011. Disponibil la <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
10. EUROSTAT. (2012). Main components of current account, FDI flows and International Investment Position (IIP) in the EU. 2006 to 2011. Disponibil la: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
11. EUROSTAT. (2012). Real GDP growth rate. 2006 to 2011. Disponibil la <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
12. Garber, Peter (1999). Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis. *NBER Working Papers 6619*. Disponibil la <http://www.nber.org/papers/w6619>
13. Garber, Peter (2010). The Mechanics of Intra-euro Capital Flight. *Global Market Research, Special Report*, Deutsche Bank.
14. Heilmann, Dirk (2011). EZB-Chefvolkswirt Stark teilt ordentlich aus, 10 iunie 2011.

15. Homburg, Stephan (2012). Notes on the Target2 Dispute. *CESifo Forum 2012*.
16. Nowak, Olaf (2012). Economy and Finance, *Statistics in Focus* no. 32, EUROSTAT. Disponibil la: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-12-032/EN/KS-SF-12-032-EN.PDF
17. Prinz, Aloys și Beck, Hanno. (2012 July-August), Fighting Debt Explosion in the European Sovereign Debt Crisis. *Intereconomics*, Vol.47, Number 4.
18. Werner-Sinn, Hans and Wollmershaeuser Timo (2011 Noiembrie). Target Loans, Current Account Balances and capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *NBER Working Paper*, No. 17626.