

# CRIZA DATORIILOR PUBLICE DIN ZONA EURO: INTERVENȚIA BCE PRIN CUMPĂRAREA DE OBLIGAȚIUNI GUVERNAMENTALE ALE ȚĂRILOR MEMBRE ȘI CREAREA MECANISMULUI EUROPEAN PENTRU STABILITATE FINANCIARĂ

---

*Ionela BĂLȚĂTESCU*

**Abstract:**

*The purpose of the present article is to briefly review two of the most important policy responses of EU authorities to the Eurozone public debt crisis: (1) ECB bond buying; and (2) the setup of European Financial Stability Facility with the special task of issuing Eurobonds. The Securities Markets Programme approved by ECB marks an important change in the ECB policy. According to European treaties, ECB must remain an independent bank, but since the beginning of the debt crisis, in early 2010, the ECB has been pressured by the Eurozone governments that encountered financial problems to purchase Eurozone government bonds. By surrendering to these requests, ECB is being accused that it became a political bank, like its American counterpart, the FED. The Eurobonds represent as well a controversial measure because they allow the already highly indebted countries to access new funds on behalf of other Eurozone countries with a relative better financial and economic situation. Also, another important problem is that both measures curtail incentives for prudence and responsible fiscal policies for countries that already proved lack of prudence and fiscal discipline.*

**Keywords:** *debt crisis, bond buying, special purpose vehicle, European Financial Stability Facility, Eurobonds*

**JEL Classification:** F34, H63

## 1. INTERVENȚIA BĂNCII CENTRALE EUROPENE PRIN CUMPĂRARE DE OBLIGAȚIUNI GUVERNAMENTALE

---

În mai 2010, Banca Centrală Europeană (BCE) a lansat un program de achiziții de obligațiuni guvernamentale ale țărilor din Zona Euro care se confruntă cu probleme financiare: Securities Markets Programme (SMP)<sup>37</sup>. BCE a intervenit pe piața secundară și a cumpărat, în special, obligațiuni guvernamentale ale țărilor PIIGS<sup>38</sup> în valoare totală de 40,5 miliarde de euro<sup>39</sup>.

Totuși, în pofida intervenției BCE, încrederea investitorilor privați nu a revenit, BCE rămânând principalul cumpărător pe această piață. Pe măsură ce BCE și-a diminuat intervenția – cumpărând la începutul lunii iunie 2010 obligațiuni de numai 5,5 miliarde de euro, după intervenții anterioare mult mai consistente, de 16,5 miliarde de euro apoi de 10 miliarde de euro, respectiv de 8,5 miliarde de euro – randamentul obligațiunilor guvernamentale ale țărilor din Zona Euro (cu excepția Germaniei), precum și cotația CDS-urilor (*credit default swap*) a început din nou să crească pe parcursul acestei luni.

Insuccesul acțiunilor BCE de a restabili încrederea investitorilor privind obligațiunile guvernamentale din Zona Euro nu este surprinzător, dată fiind situația datoriilor suverane în UE dar și la nivel global<sup>40</sup>. În primul rând, criza Greciei a adus în atenție problema datoriilor suverane și a altor țări occidentale. Investitorii au început să își pună serios problema dacă nu cumva s-a ajuns la capătul drumului cu rostogolirea datoriilor suverane din ce în ce mai mari. Spre exemplu, Bill Gross, *Co-Chief Investment Officer* al celei mai importante firme de investiții în titluri de stat la nivel mondial – Pacific Investment Management Company (PIMCO) – avertiza într-un raport PIMCO din luna iunie 2010,<sup>41</sup> că într-o situație alarmantă nu este doar Grecia și sudul Europei, ci și țări precum Franța, Marea Britanie, S.U.A. și Japonia. În al doilea rând, o altă posibilă explicație a

---

<sup>37</sup> Comunicatul al Băncii Centrale Europene cu privire la intervenția BCE pe piața obligațiunilor: Banca Centrală Europeană, 10 May 2010 – *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

<sup>38</sup> Portugalia, Irlanda, Italia, Grecia, Spania

<sup>39</sup> David Oakley and Ralph Atkins, "Doubt raised about ECB bond buying", *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/c105711e-7260-11df-9f82-00144feabdc0.html>, 7 iunie 2010, accesat 10 iunie 2010.

<sup>40</sup> Gillian Tett, "Special vehicle fails to drive away sovereign debt unease", *Financial Times*, [www.ft.com/cms/s/0/537f74e8-7335-11df-ae73-00144feabdc0.html](http://www.ft.com/cms/s/0/537f74e8-7335-11df-ae73-00144feabdc0.html), 8 iunie 2010, accesat 10 iunie 2010.

<sup>41</sup> Bill Gross, *Investment Outlook, June 2010*, <http://europe.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/IO/2010/Investment+Outlook+Bill+Gross+June+2010.htm>, accesat 12 iunie 2010.

reticenței investitorilor privind piața obligațiunilor guvernamentale din Zona Euro este aceea că însăși intervenția BCE face mai dificil pentru investitori să evalueze și să ierarhizeze obligațiunile statelor din Zona Euro și atunci singura decizie rațională a acestora este să stea deocamdată pe margine<sup>42</sup>.

Totodată programul de cumpărare a obligațiunilor guvernamentale pe piața secundară desfășurat de BCE a fost marcat și de anumite tensiuni politice<sup>43</sup>. Guvernatorul Bundesbank, Axel Weber a votat împotriva măsurilor BCE de a cumpăra obligațiuni ale statelor cu probleme și, ulterior, a cerut impunerea unei limite strânse cu privire la volumul obligațiunilor guvernamentale achiziționate de BCE. Harvinder Sian de la *Royal Bank of Scotland* considera în schimb că restabilirea încrederii investitorilor ar putea necesita o intervenție de mai mare anvergură a BCE, anume achiziționarea unui volum și mai mare de obligațiuni guvernamentale ale statelor din Zona Euro. Harvinder Sian susține, de asemenea, că lipsa acordului statelor membre cu privire la programul BCE de achiziționare de obligațiuni dă un semnal negativ investitorilor.

Cert este însă că intervenția BCE de a susține titlurile de stat ale țărilor cu datorii suverane foarte mari nu poate continua la nesfârșit fără a pune sub semnul întrebării întregul proiect al Zonei Euro din punct de vedere economic și politic. Întreaga acțiune a BCE de a susține titlurile de stat ale țărilor membre aflate în dificultate din punct de vedere financiar a depășit deja 40 de miliarde de euro și prin urmare expunerea BCE la situația țărilor PIIGS este destul de mare. Ce se va întâmpla în condițiile în care statele cu datorii suverane foarte mari vor fi incapabile să rostogolească în continuare toate aceste datorii? Valoarea obligațiunilor statelor care nu ar fi capabile să își plătească datoriile va scădea dramatic, iar BCE, care deține deja o cantitate însemnată de astfel de titluri ar avea nevoie de o recapitalizare din partea acționarilor săi principali, statele din Zona Euro. Lucru dificil, dacă nu imposibil pentru niște state deja foarte îndatorate.

Totodată, prin cumpărarea obligațiunilor statelor aflate în dificultăți financiare, o schimbare majoră s-a produs la nivelul politicii BCE. Banca condusă de Jean-Claude Trichet a încălcat un "tabu", acela de a rămâne independentă la

---

<sup>42</sup> Gillian Tett, "Special vehicle fails to drive away sovereign debt unease", *Financial Times*, [www.ft.com/cms/s/0/537f74e8-7335-11df-ae73-00144feabdc0.html](http://www.ft.com/cms/s/0/537f74e8-7335-11df-ae73-00144feabdc0.html), 8 iunie 2010, accesat 10 iunie 2010.

<sup>43</sup> David Oakley and Ralph Atkins, "Doubt raised about ECB bond buying", *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/c105711e-7260-11df-9f82-00144feabdc0.html>, 7 iunie 2010, accesat 10 iunie 2010.

presiunile de ordin politic venite din partea guvernelor. Suspiciunea membrilor Bundesbank, ca și a altor guvernatori ai băncilor centrale din Zona Euro, este că măsurile luate de Jean-Claude Trichet în ultima perioadă s-au datorat presiunii și intervențiilor Franței pentru a salva situația dificilă a unor bănci și companii de asigurare franceze, care dețin obligațiuni guvernamentale grecești în valoare totală de 80 de miliarde de euro<sup>44</sup>. Cumpărând obligațiuni ale statului grec, BCE menține prețul acestora la un nivel artificial ridicat, permițând băncilor franceze să vândă obligațiunile de stat grecești pe care le dețin la un preț ridicat chiar Băncii Centrale Europene. Conform publicației *Der Spiegel*<sup>45</sup>, băncile germane nu pot vinde în această perioadă obligațiunile grecești pe care le dețin datorită unui acord conform căruia trebuie să păstreze obligațiunile până în mai 2013. În acest fel, Bundesbank contribuie indirect, prin cele 7 miliarde de euro cu care BCE a cumpărat obligațiuni de stat grecești la salvarea unor bănci din țara vecină, Franța. Totodată, banca centrală a Germaniei (Bundesbank) deține cea mai mare cotă la nivelul UE în cheia de capital a BCE (18,94%). Din acest punct de vedere, este limpede că Germania este interesată într-o măsură foarte mare să limiteze intervenția BCE pe piața obligațiunilor guvernamentale din Zona Euro pentru a reduce propria expunere la situația țărilor PIIGS.

Reticența Germaniei față de acțiunea BCE de a interveni și a susține prețul titlurilor de stat ale țărilor cu datorii suverane mari este justificată însă și din alt punct de vedere: continuând să cumpere obligațiuni ale statelor cu datorii suverane mari, bilanțul BCE se poate înrăutăți și se poate pune problema ca aceasta să necesite la rândul său caucionarea.

În concluzie, pe de o parte, Banca Centrală Europeană are o expunere însemnată la situația statelor cu datorii suverane mari ale căror obligațiuni le-a cumpărat și, din acest punct de vedere, nu poate continua să achiziționeze titluri de stat ale țărilor PIIGS sau ale altor țări cu probleme din Zona Euro fără riscul de a intra ea însăși în dificultăți financiare majore. Pe de altă parte, incapacitatea uneia dintre țări de a-și plăti datoriile contractate poate agrava tensiunile pe piețele financiare și riscul de contagiune la nivelul Zonei Euro (în special în contextul în care bănci și alte instituții financiare, inclusiv franceze și germane au

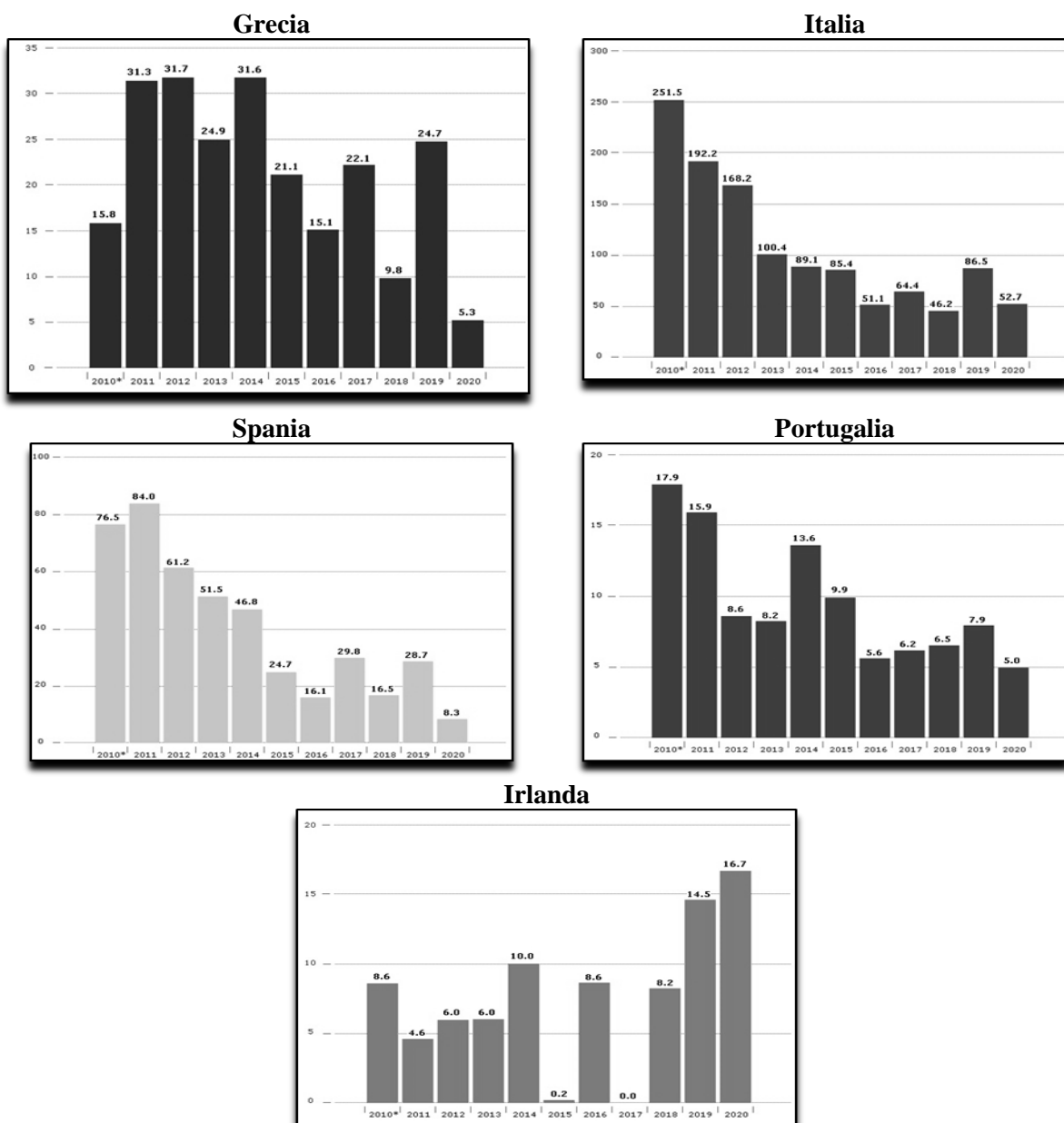
---

<sup>44</sup> Wolfgang Reuter, "ECB buying up Greek Bonds – German Central Banker Suspect French Intrigue", în *Der Spiegel*, <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,697680-2,00.html>, accesat 31 mai 2010.

<sup>45</sup> Wolfgang Reuter, "ECB buying up Greek Bonds – German Central Banker Suspect French Intrigue", în *Der Spiegel*, <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,697680-2,00.html>, accesat 31 mai 2010.

expunere față de țările PIIGS prin investițiile pe care le au). O scurtă privire asupra situației scadenței și datoriei acumulate prin obligațiuni ale statelor PIIGS (Fig. 1) reflectă faptul că riscurile sunt încă foarte ridicate și sunt posibile în continuare șocuri și crize în condițiile în care vreuna dintre țările cu datorii suverane foarte mari nu vor mai putea rostogoli în continuare aceste datorii. Grecia este doar una dintre problemele UE în această criză a datoriei – alte șocuri similare sau chiar mai grave sunt în continuare posibile. În plus, acțiunea BCE de a cumpăra obligațiuni ale statelor PIIGS nu rezolvă pe fond problema acestora, ci doar o amână și contribuie indirect la acumularea de noi datorii.

**Figura 1 - Scadența obligațiunilor statelor PIIGS 2010-2020- miliarde de euro**



## **2. CREAREA UNUI FOND COMUN DE SECURITIZARE – MECANISMUL EUROPEAN PENTRU STABILITATE FINANCIARĂ**

---

Liderii guvernelor din Zona Euro au decis în cadrul Consiliului Ecofin să creeze un fond comun de securitizare („special purpose vehicle” – SPV) cu scopul de a prezerva stabilitatea financiară la nivelul UE și al Zonei Euro – Mecanismul European pentru Stabilitate Financiară (European Financial Stability Facility – EFSF). EFSF urmează să fie supervizat de Comisia Europeană.

Scopul principal al EFSF este de a obține fonduri prin vânzarea de obligațiuni proprii pentru a oferi împrumuturi alături de FMI țărilor din Zona Euro aflate în dificultate. Se prevede ca EFSF să emită obligațiuni în valoare de 440 miliarde de euro care să aibă la bază creanțe ale statelor din Zona Euro. Fiecare țară din Zona Euro (cu excepția Greciei) va participa la acest fond comun de securitizare (SPV) stabilit la Luxemburg – cota parte a fiecărui stat din Zona Euro fiind aceeași cu cea pe care o deține în cadrul Băncii Centrale Europene.

Totodată urmează ca pe parcurs să fie stabilite anumite reglementări, astfel încât obligațiunile emise de EFSF să aibă un rating mult mai bun decât obligațiunile emise de fiecare dintre statele membre ale Zonei Euro separat. O primă măsură stabilită în cadrul Ecofin este ca fiecare stat membru al Zonei Euro (cu excepția Greciei) să contribuie cu o garanție de 120% pentru fiecare obligațiune în parte și în proporția care îi revine fiecăruia ca acționar la EFSF.

Un fond de securizare creează titluri de valoare care au în spate creanțe (în cazul acesta creanțe ale statelor membre ale Zonei Euro) cumpărate prin emisiunea de obligațiuni. Dar și în cazul acestei scheme de finanțare, valoarea titlurilor emise de fondul de securizare pe piața de capital depinde de valoarea activelor de la bază. Întrebarea este, desigur, dacă EFSF va reuși să câștige încrederea investitorilor și cât de bine vor fi cotate pe piață obligațiunile emise de EFSF în condițiile în care numai 40% dintre statele care participă la garantare acestora au rating-ul AAA<sup>46</sup>. Punctul de vedere optimist cu privire la soluția SPV este exprimat de Mark Austen, director al Association for Financial Markets în Europa. Acesta consideră că EFSF este un pas înainte spre constituirea unei

---

<sup>46</sup> David Oakley, „Europe pins hope on special fund”, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/c56e0cd6-73f3-11df-87f5-00144feabdc0.html>, 9 iunie 2010, accesat 12 iunie 2010.

uniuni fiscale și posibil către crearea unui tip de titluri financiare europene – obligațiunile UE. În tabăra pesimiștilor este, de pildă, Harvinder Sian de la Royal Bank of Scotland care consideră că EFSF nu este decât un mecanism de redistribuire a riscului la nivelul țărilor din Zona Euro și nu unul de reducere a riscului, capabil să asigure mai bine stabilitatea financiară la nivelul UE.

Această strategie de redistribuire a riscului implică și o problemă de hazard moral: în măsura în care costul indisciplinei fiscale este suportat de toate celelalte state membre ale Zonei Euro, statele imprudente din punct de vedere fiscal nu au nici un stimulent să acționeze mai responsabil în viitor.

Mai sunt, de asemenea, și alte probleme implicate și posibile riscuri. În primul rând, la EFSF participă toate statele din Zona Euro cu excepția Greciei. Dar, în condițiile în care vreunul dintre statele din Zona Euro care participă acum la EFSF ajung să fie asistate (așa cum a fost în cazul Greciei) acestea nu mai pot participa ca garanți în cadrul EFSF. De exemplu, dacă Portugalia, Spania și Irlanda vor ajunge să fie asistate, 16% din schema de garantare în cadrul EFSF va dispărea. În al doilea rând, nu este foarte clar ce tipuri de creanțe ale statelor membre ale Zonei Euro vor sta la baza titlurilor emise de EFSF. Această incertitudine poate submina încrederea investitorilor în ceea ce privește obligațiunile emise de EFSF. De asemenea, rămâne de văzut ce tipuri de obligațiuni (cu scadența la 3 ani, 10 ani etc.) va emite EFSF și în ce cantitate.

În al treilea rând, valoarea obligațiunilor emise de EFSF depinde în ultimă instanță de valoarea activelor pe care acestea le au la bază, iar activele cumpărate de EFSF vor fi în mod predictibil neomogene – cel mai probabil creanțe ale statelor din Zona Euro. Conform agențiilor de rating internaționale, doar 40% dintre statele din Zona Euro sunt cotate cu rating-ul AAA. După cum citim însă în comunicatele oficiale se la Luxemburg, scopul EFSF este ca obligațiunile pe care le va emite această instituție este să fie cotate cu rating-ul AAA. Toată această schemă financiară seamănă foarte mult cu schema americană care a dus la criza *subprime* din 2008, doar că în cazul acela activele cotate așa-zis cu rating-ul AAA, aveau la bază o colecție de creanțe ipotecare neomogene – în majoritate *subprime*.

### 3. CONCLUZII

---

Problema deficitelor bugetare și a datoriilor suverane reprezintă în continuare un risc major pentru economiile din Zona Euro și UE. Derularea programului Securities Markets Programme prin care BCE cumpără obligațiuni ale statelor aflate în dificultate nu constituie totuși o rezolvare a problemei datoriilor publice, ci numai o amânare și chiar o agravare a acesteia. Atât intervenția BCE prin cumpărarea de obligațiuni ale statelor PIIGS, cât și Euroobligațiunile (obligațiuni emise în comun de statele membre ale Zonei Euro) sunt măsuri care, deși aparent rezolvă situația, în fond acestea riscă să agraveze pe termen lung problema datoriilor țărilor PIIGS dând posibilitatea acestor state care sunt deja foarte îndatorate să acceseze noi fonduri mult mai ieftin decât și-ar permite dată fiind situația lor financiară și economică. Nu în ultimul rând, prin astfel de măsuri, statele care de-a lungul timpului au adoptat politici fiscale iresponsabile sunt stimulate să continue politicile imprudente și să acumuleze noi deficite și datorii.

#### Referințe:

1. Banca Centrală Europeană, *Monthly Bulletin*, iunie 2010.
2. Banca Centrală Europeană, *Financial Stability Review*, iunie 2010.
3. Consiliul Uniunii Europene, *European Financial Stability Facility*, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/misc/114977.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/misc/114977.pdf)
4. Consiliul Uniunii Europene, *Decision of the 16 euro area Member States*, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/misc/114976.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/misc/114976.pdf)
5. David Oakley, „Europe pins hope on special fund”, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/c56e0cd6-73f3-11df-87f5-00144feabdc0.html>, 9 iunie 2010, accesat 12 iunie 2010.
6. David Oakley and Ralph Atkins, “Doubt raised about ECB bond buying”, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/c105711e-7260-11df-9f82-00144feabdc0.html>, 7 iunie 2010, accesat 10 iunie 2010
7. Gillian Tett, “Special vehicle fails to drive away sovereign debt unease”, *Financial Times*, [www.ft.com/cms/s/0/537f74e8-7335-11df-ae73-00144feabdc0.html](http://www.ft.com/cms/s/0/537f74e8-7335-11df-ae73-00144feabdc0.html), 8 iunie 2010, accesat 10 iunie 2010.
8. Wolfgang Reuter, “ECB buying up Greek Bonds – German Central Banker Suspect French Intrigue”, în *Der Spiegel*, <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,697680-2,00.html>, accesat 31 mai 2010.