

# UNIUNEA FISCALĂ ȘI PROBLEMA RESTRUCTURĂRII DATORIILOR ZONEI EURO ÎN CONTEXTUL ECONOMIC ȘI POLITIC AL ZONEI EURO ȘI UE

DRD. IONELA BĂLȚĂTESCU

---

## **Abstract**

*The present paper summarizes the main characteristics of the Eurozone institutional setup and the related economic and political incentives that drive Eurozone governments to increase their public debts, disregarding the limits agreed in the European treaties. The first part of the paper contains a review of the Eurozone institutional setup and of the incentives it creates for Eurozone member states to increase their deficits and public debts. The second part of the paper carries out a short review and criticism of the main strategies and policy tools to fight Eurozone debt problem: ECB bond buying, EFSF/ESM leverage, Eurobonds and Euro-TARP. The main conclusion of the paper is that establishing a fiscal union in EU does not solve by itself the public debt problem of Eurozone member states if the institutional mechanism of debt accumulation, debt rollover and risk socialization are not dismantled.*

**Keywords:** public debt, fiscal union, Eurobonds, ECB bond buying, Euro-TARP

**JEL Classification:** H6, H63, H69, H7, H74, H77, H81, H87

## **1. Uniunea fiscală în contextul economic și politic al Zonei euro și UE**

---

Cele mai multe dintre soluțiile sugerate și susținute, în mod curent, la nivel economic și politic în vederea contracarării efectelor crizei datoriilor din Zona euro implică o creștere a centralizării economice și politice la nivelul UE – în termeni de uniune fiscală, uniune bancară și chiar uniune politică.

Instituirea unei uniuni fiscale la nivelul UE vizează, în principal, integrarea și/sau coordonarea politicilor fiscale a tuturor țărilor membre UE. Oficialii de la Bruxelles promovează activ ideea instituirii unei uniuni fiscale ca instrument indispensabil al unei Uniunii Economice și Monetare funcționale și ca “una dintre pietrele de căpătâi necesare unei funcționări adecvate a monedei unice” (EC, 2012). În acest sens au fost făcute mai multe propuneri legislative, cu scopul de a întări, în prealabil, supravegherea fiscală la nivelul UE și al Zonei euro: semestrul european, pachetul legislativ de 6 măsuri, pachetul legislativ de 2 măsuri și Tratatul fiscal al UE (mai exact, Tratatul UE privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea) și nu în ultimul rând, euro-obligațiunile.

Cu toate că realizarea unei uniuni fiscale, bancare și chiar politice la nivelul Zonei euro este prezentată ca modalitate de salvare a monedei euro și de depășire a crizei datoriilor suverane, considerentele ultime ale acestei strategii de ieșire din criză care implică o mai mare centralizare sunt eminentemente politice. Atât instituirea unei uniuni fiscale cât și a unei uniuni politice la nivelul Zonei euro și al UE țin de o viziune politică ce a constituit premisa tacită a întregului proiect euro încă de la început. George Soros explică, de pildă, că încă de la semnarea Tratatului de la Maastricht „arhitecții” euro au știut că tratatul este incomplet și că stabilirea unei uniuni fiscale constituie o parte importantă a întregului construct euro. Dar s-a asumat atunci că, la momentul potrivit, se va întruni voința politică necesară pentru realizarea nu numai a unei uniuni fiscale, ci și a unei uniuni politice (Soros, 2012). Totuși, chiar dacă se optează pentru instituirea unei uniuni fiscale, bancare și politice, atâta vreme cât între membrii uniunii fiscale va exista în continuare posibilitatea socializării pierderilor și a riscurilor asociate supraîndatorării, problema datoriilor statelor uniunii nu va fi soluționată. Studii

istorice au evidențiat că și în cazul federațiilor sau uniunilor fiscale buna funcționare a acestora depinde, în principal, de tăierea tuturor mijloacelor de caucionare a unui stat membru de către alt stat membru al uniunii. “No-bailout rule” este principala clauză a unei uniuni fiscale funcționale au conchis, de pildă, Bordo, Jonung și Markiewicz în urma unui studiu extins în care au analizat diverse cazuri istorice de uniuni fiscale (Bordo, Jonung & Markiewicz, 2011). Adepții stabilirii unei uniuni fiscale la nivelul Zonei euro și UE propun însă mecanisme și strategii adiționale de acumulare și rostogolire a datoriilor și de socializare a pierderilor asociate.

Teza susținută în acest articol este că problema majoră și una dintre principalele cauze ale crizei actuale a datoriilor suverane din Zona euro constă în natura construcției și în fundamentele sale instituționale. Zona euro dispune de mecanisme intrinseci de acumulare a datoriilor și de socializarea pierderilor și riscurilor asociate, iar demontarea acestor mecanisme ar fi cu adevărat calea de a soluționa problema.

În prima parte a articolului vor fi explicate mecanismele existente de acumulare și de rostogolire a datoriilor inerente Euro-sistemului, precum și stimulentele pe care guvernele Zonei euro le au, dat fiind aranjamentul instituțional existent, de a înregistra noi deficite și de a rostogoli datoriile publice deja acumulate. În primul rând, guvernele își pot finanța deficitele prin intermediul sistemului bancar; băncile sunt principalii cumpărători de obligațiuni guvernamentale, iar BCE și băncile centrale acceptă obligațiunile guvernamentale emise de guvernelor statelor membre ale Zonei euro drept garanții în operațiunile de creditare. Atunci când cheltuielile guvernamentale depășesc veniturile, guvernele emit de obicei obligațiuni guvernamentale. Băncile cumpăra aceste obligațiuni, și ulterior le folosesc ca garanții pentru a obține noi împrumuturi, fonduri pe care le pot utiliza, din nou, pentru achiziționarea de obligațiuni ale guvernelor din Zona euro (Bagus 2010).

În a doua parte a articolului va fi analizat modul în care funcționează sistemul TARGET2 în Zona euro (fără o reglare periodică a conturilor și acceptând drept garanții deopotrivă titluri cu nivel ridicat de risc alături de titluri mai puțin riscante) și modul în care acesta a contribuit, de asemenea, la acumularea de datorii și la o divizare a Zonei euro între state creditoare (în special Germania) și state debitoare (în special, Grecia, Spania, Italia).

În a treia parte a articolului se va argumenta că majoritatea instrumentelor de politică și a soluțiilor avansate spre a rezolva criza datoriilor suverane din Zona euro (în contextul unei uniuni fiscale sau nu) – intervenția directă a BCE pe piața obligațiunilor guvernamentale, creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM, Euro-obligațiunile, Euro-TARP – nu propun, în esență, decât mecanisme și strategii adiționale de rostogolire a datoriilor existente și de acumulare de noi datorii, plus socializarea pierderilor și riscurilor asociate.

## **2. Euro-sistemul: mecanisme intrinseci de rostogolire a datoriilor și acumulare de noi datorii**

---

### **2.1. Organizarea instituțională a euro-sistemului și acumularea datoriilor publice în Zona euro**

---

În cadrul Uniunii Economice și Monetare (UEM), atunci când guvernele realizează deficite, acestea vând obligațiuni guvernamentale sistemului bancar. Băncile cumpără obligațiunile guvernamentale ale statelor pentru că acestea sunt acceptate ca garanții în operațiunile de creditare a lor de către BCE. Pe scurt, guvernele își finanțează deficitele cu banii creați de bănci prin operațiunile de expansiunea creditului, iar băncile, la rândul lor, obțin finanțări utilizând obligațiunile guvernamentale drept garanții. Dat fiind acest sistem, guvernele din UEM au, practic, un stimulent puternic să obțină cât mai multe fonduri pe această cale. În fapt, cei care obțin cel mai rapid aceste fonduri au de câștigat printr-un proces subtil de redistribuție care se petrece prin sistemul de prețuri în întreaga zonă euro.

Guvernele care au la dispoziție fondurile obținute prin vânzarea de obligațiuni către sistemul bancar și toți cei care obțin în primă instanță banii au de câștigat deoarece pot cumpăra active pe piață la prețuri încă nemodificate de injecția de noi credite. Pe măsură ce banii sunt cheltuiți prețurile activelor încep să crească, iar puterea de cumpărare a euro să scadă. Procesul este însă subtil pentru că această creștere a prețurilor nu se răsfrânge doar asupra unei singure economii (a celei care realizează deficitul), ci asupra tuturor economiilor din Zona euro. Spre deosebire, într-un sistem cu monede concurente, finanțarea deficitului prin cumpărarea de obligațiuni de către banca centrală a unei țări s-ar fi răsfrânt doar asupra puterii de cumpărare a monedei respectivei țări, comparativ cu cea a țărilor

mai prudente din acest punct de vedere. Redistribuția prin sistemul de prețuri este resimțită în întreaga zonă euro, de unde și tentația irezistibilă a statelor ce compun Zona euro de a crea, practic, deficite tot mai ridicate, dată fiind oportunitatea de a distribui către întreaga zonă euro costul unei astfel de politici. Tragedia monedei euro, în condițiile unui sistem bazat pe monedă discreționară și rezerve fracționare este similară cu ceea ce este îndeobște cunoscut sub denumirea de „tragedia bunurilor comune” (Bagus 2010).

Concluziile acestei analize cu privire la aranjamentele instituționale care stimulează sau frânează acumularea deficitelor și datoriilor sunt următoarele:

**1) Unificarea pe plan monetar corelată cu descentralizarea fiscală** creează stimulente pentru acumularea deficitelor și datoriilor publice, deoarece există posibilitatea transferării costurilor unor astfel de politici asupra celorlalți membri ai uniunii monetare. Se ajunge astfel la o „cursă a îndatorării”. Reglementările care impun limite deficitelor și datoriilor publice statelor membre ajung să fie încălcate, căci, dată fiind natura aranjamentului instituțional, există stimulente puternice din partea membrilor uniunii de a face excepții de la regulile care stabilesc limite ale îndatorării sau de a ocoli într-un fel sau altul restricțiile.

**2) În cazul monedei discreționare și a aranjamentului instituțional** al rezervelor fracționare, competiția între monede este un factor care frânează într-o anumită măsură acumularea deficitelor și datoriilor. Stabilirea unei uniuni monetare elimină competiția între monede și odată cu acestea și unele constrângeri privind finanțarea deficitelor bugetare prin emisiune monetară directă sau expansiunea creditului. Acest lucru are loc deoarece moneda țării care recurge la o astfel de politică va fi din ce în ce mai slabă în raport cu țările ale căror guverne sunt mai prudente din punct de vedere fiscal. În cazul Sistemului Monetar European, care a precedat uniunea monetară, acest lucru era evident în condițiile în care Bundesbank, banca centrală a Germaniei, practica o politică monetară restrictivă, iar marca era una dintre cele mai puternice monede la nivel global. Finanțarea deficitelor prin emisiune monetară sau expansiunea creditelor (via cumpărare de obligațiuni guvernamentale de către sistemul bancar) ale guvernului francez, italian sau grec era, înainte de introducerea euro, limitată în condițiile în care aceste acțiuni aveau ca efect deprecierea

francului francez, a lirei italiene sau a drahmei grecești comparativ cu marca germană.

---

## **2.2. Sistemul TARGET2 și rolul său în procesul acumulării datoriilor publice ale guvernelor din Zona euro**

---

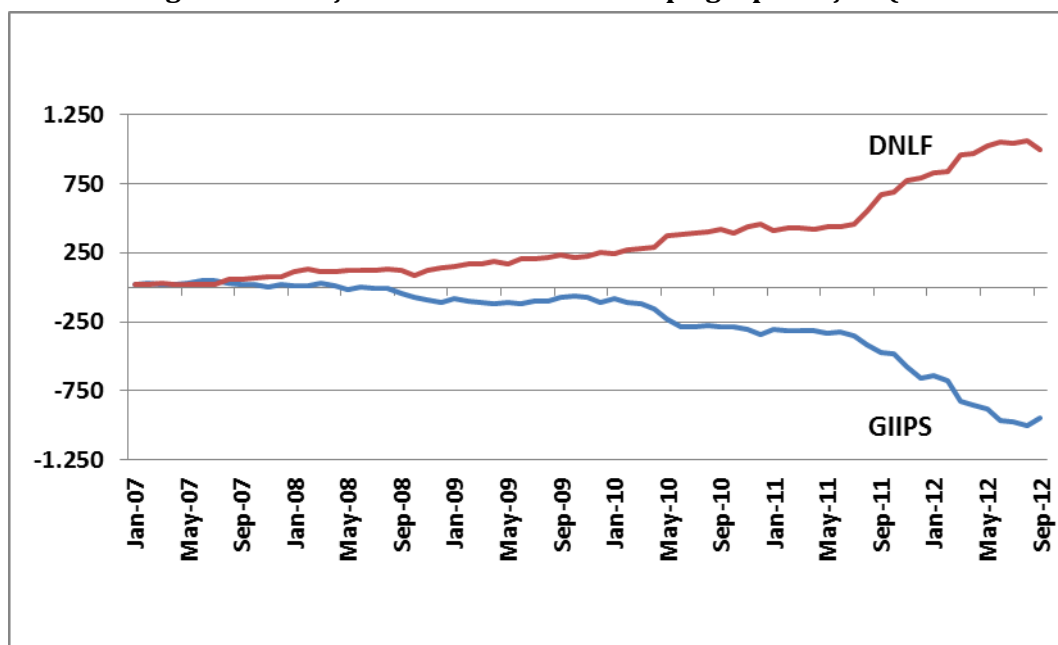
Sistemul TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2) – sistemul cu decontare pe bază brută în timp real pentru plăți în monedă euro – este sistemul utilizat pentru decontarea operațiunilor băncilor centrale, inclusiv a operațiunilor de politică monetară ale 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.

O controversă teoretică recentă legată de modul de funcționare a acestui sistem ridică întrebări referitoare la efectele pe care le produce în euro-sistem. O analiză detaliată a sistemului TARGET2 este realizată de economistul Peter Garber, într-un raport special al Deutsche Bank (Garber 2010) și reluată ulterior de alți economiști și analiști, precum Stefan Homburg, director al departamentului de finanțe publice al Universității Leibniz din Hannover (Homburg 2012), Hans Werner-Sinn, președintele Institutului Ifo de cercetări economice din Munich (Werner-Sinn and Wollmershaeuser 2012), Philipp Bagus (Bagus 2012) și alții. Printre efectele problematice semnalate se numără acela că prin sistemul TARGET2 este posibilă monetizarea indirectă a deficitelor guvernamentale și socializarea riscului aferent (Bagus 2012). Stefan Homburg subliniază, de asemenea, că sistemul TARGET2 a condus la o veritabilă uniune a îndatorării („liability union”), în condițiile în care nu s-a stipulat din capul locului ca balanțele sistemului TARGET2 să fie ajustate periodic și, totodată, în condițiile în care Eurosistemul a acceptat ca garanții pentru creditele acordate titluri cu un rating foarte slab („junk”).

Deși economiști precum Jürgen Stark (membru în consiliul director al BCE între 2006-2011) au mers până la a afirma că analiștii care susțin că sistemul TARGET2 este un mecanism ascuns de caucionare („bailout”) și-ar putea pierde reputația din punct de vedere academic (Handelsblatt 2011), acest lucru nu a convins și nu a descurajat analizele și comentariile critice ulterioare referitoare la sistemul TARGET2 în mediul academic și nu numai (Werner-Sinn și Wollmershaeuser 2012, Homburg 2012, Bagus 2012).

Reluând, practic, o teză din lucrarea Notes on the Role of TARGET in Stage III Crisis (Garber 1999), Peter Garber explică într-un studiu 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 în septembrie 2012 valoarea de 696 miliarde de euro (peste 8500 de euro pentru fiecare german)<sup>14</sup>. Balanța netă Eurosistem/TARGET2 indică, odată cu debutul crizei financiare, o acumulare progresivă de creanțe în special de către Germania, Olanda și Luxemburg și de debite de către țări precum Spania, Italia, Grecia, Irlanda și Portugalia.

**Grafic 1 - Target 2 - Balanța netă a Eurosistemului pe grupe de țări (miliarde euro)**

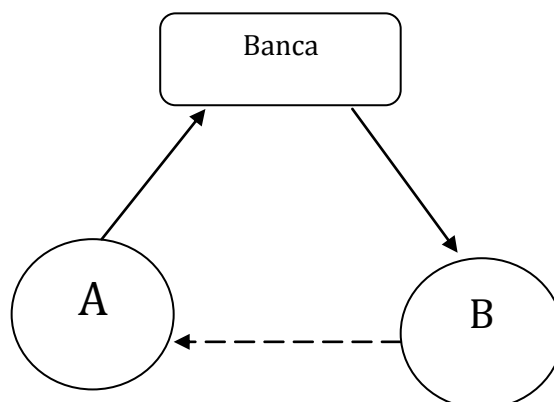


\* DNLF = Germany, Netherlands, Luxembourg, Finland GIIPS = Greece, Italy, Ireland, Portugal, Spain

Sursa: Euro Crisis Monitor, Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University

<sup>14</sup> Sursa: Deutsche Bundesbank, <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen> [Datenbanken/MakrooekonomischeZeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.EU8148B](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Datenbanken/MakrooekonomischeZeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.EU8148B)

**Fig. 1 - Procesarea unui transfer simplu**



Sursa: Stephan Homburg, Notes on the Target2 Dispute (Homburg 2012, 51)

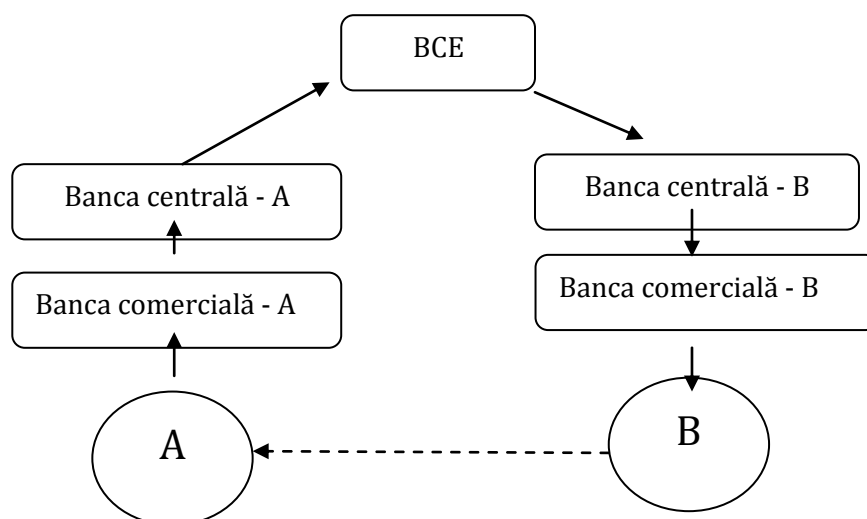
Cum funcționează exact acest mecanism? Stefan Homburg analizează sistemul TARGET2, pornind de la un model simplificat format din 2 agenți economici, A și B și o bancă. A îi vinde lui B marfă în valoare de 10 000 de euro. În termenii comerțului internațional, agentul A va avea un surplus de cont curent de 10 000 de euro, iar B un deficit de cont curent echivalent. După ce B a transferat suma de bani facturată, în urma tranzacției, în contul bancar al lui A (săgeata cu linie punctată), B are o datorie și trebuie să plătească băncii suma de 10 000 de euro (datoriile sunt reprezentate în model prin săgeți cu linie continuă care punctează către debitor) iar A deține o creanță asupra băncii. Contul curent al lui A indică un surplus de 10 000 de euro și un export de capital echivalent. Contul curent al lui B indică un deficit de 10 000 de euro și un import de capital echivalent. Pentru orice agent, suma dintre contul curent (CA) și contul de capital (KA) este egală cu zero ( $CA+KA=0$ ).

Stefan Homburg notează un lucru important: A și-a pus în vânzare bunurile sau serviciile și a economisit suma primită în schimb pentru a o utiliza la un moment viitor, când speră că va obține bunuri și servicii corespunzătoare sumei economisite. Planurile lui A vor eșua dacă banca nu va putea să-i plătească lui A creditul: fie banca nu îi va putea returna creditul lui A, fie i-l va returna într-o monedă cu o putere de cumpărare mult mai scăzută. De aceea, de maximă importanță pentru A este ca banca să îi acorde împrumutul lui B numai pe baza unor garanții adecvate sumei împrumutate.



La următorul pas, Stefan Homburg complică modelul explicativ asumând că A și B trăiesc în două țări diferite membre ale Zonei euro și adăugând încă o bancă comercială, două bănci centrale și BCE, cu scopul de a evidenția rolul TARGET2.

**Fig. 2 Procesarea unui transfer prin sistemul TARGET2**



Sursa: Stephan Homburg, Notes on the Target2 Dispute (Homburg 2012, 51)

În urma tranzacției dintre A și B, prin sistemul TARGET2, în contul băncii centrale A este înregistrat un credit de 10 000 de euro, iar în contul băncii centrale B este înregistrat un debit corespunzător. Dacă B vinde la rândul său către A bunuri și servicii în valoare de 10 000 de euro, debitul înregistrat este stins, iar contul curent și contul de capital sunt ajustate, dat fiind că ambele țări au importat și exportat mărfuri în valoare de 10 000 de euro. În mod similar, conturile sunt reglate atunci când B emite o obligațiune pe care A o cumpără. Cu alte cuvinte, conchide Homburg, deficitul de cont curent al lui B poate fi finanțat fie prin importul de capital privat, fie prin sistemul TARGET2. În primul caz creanțele asupra țării B sunt deținute de agenți privați, în cel de al doilea acestea sunt deținute de BCE (Homburg 2012, 52).

Problema principală a sistemului TARGET2, semnalată de P. Garber (precum și de alți economiști – Stefan Homburg și Philipp Bagus) este aceea că nu este stabilită nici o limită în privința pasivelor pe care le poate acumula o bancă centrală și, de asemenea nici o dată la care să fie reglate conturile (Garber 2010, 3). Spre deosebire, în cazul Sistemului Rezervelor Federale ale SUA, sumele datorate sunt garantate prin certificate acoperite

în aur ("gold certificates"), iar conturile sunt reglate în luna aprilie a fiecărui an prin redistribuirea acestor certificate (Garber 2010, 6). Astfel, prin sistemul TARGET2, atât deficitul de cont curent al unei țări, cât și fuga capitalului din respectiva țară pot fi finanțate nelimitat (Homburg 2012, 52).

Are un rol sistemului TARGET2 în acumularea și rostogolirea pe termen nedefinit a datoriilor publice? Philipp Bagus argumentează că sistemul TARGET2 are 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 privați, companiilor și guvernelor. De exemplu, dacă agenți comerciali din Spania sau Grecia cumpără active din Germania, la început deficitul comercial 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 vor mai găsi avantajos să se implice. Totuși, prin sistemul TARGET2, întreg procesul poate continua: băncile spaniole sau grecești pot utiliza drept garanție titluri cu un grad înalt 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 sunt în continuare înregistrate debite ale băncilor centrale ale Spaniei și Greciei și credite ale Bundesbank. Prin acest proces riscurile asociate activelor slab cotate (obligațiunile guvernului grec și spaniol) sunt transferate la nivelul Eurosistemului și al BCE. În cazul în care guvernul grec sau spaniol intră în imposibilitate de plată, pierderile sunt suportate de băncile centrale ale țărilor membre ale Zonei euro rămase, în funcție de procentajul cu care a contribuit fiecare dintre băncile centrale ale țărilor membre ale Zonei euro la capitalul BCE. Această recapitalizare a BCE va trebui, în final, suportată de plătitorii de taxe din țările ale căror bănci centrale contribuie la recapitalizare. De pildă, contribuția Bundesbank la capitalul BCE este de 27% și prin urmare profiturile obținute și pierderile suportate vor fi în acord cu această contribuție (Homburg 2012, 53).

Problema principală este că, în măsura în care nu este stabilită nici o dată limită de reglare a conturilor (precum în cazul Sistemului Rezervelor Federale din SUA), prin sistemul TARGET2, atât debitele cât și creditele băncilor centrale se acumulează nelimitat și, pe măsură ce calitatea garanțiilor scade, riscurile sunt transferate către băncile centrale (și,

implicit, către plătitorii de taxe ale țărilor creditoare). Un alt efect este acela că guvernele țărilor care acumulează deficite comerciale acumulează în paralel și datoriile publice însemnate, în măsura în care, prin sistemul TARGET2, BCE acceptă drept garanții pentru creditele acordate obligațiunile guvernelor de facto falimentare sau aproape de faliment. Pe baza acestor considerente, atât Hans Werner-Sinn, cât și Stefan Homburg și Philipp Bagus au conchis că sistemul TARGET2 implică, în fapt, un mecanism ascuns de caucionare pentru guvernele acelor țări din Zona euro care ar fi altfel de facto în imposibilitatea de a-și onora datoriile scadente, ajutându-le să rostogolească datoriile din ce în ce mai mari.

Concluzia analizelor întreprinse atât de Peter Garber în 1999 și 2010, cât și de Hans Werner-Sinn, Stefan Homburg și Philipp Bagus mai recent (2011-2012) referitoare la problema studiată în acest capitol – problema datoriilor publice ale guvernelor din Zona euro și eficiența măsurilor de întărire a supravegherii fiscale în Zona euro – este aceea că pentru a avea cu adevărat sens exercițiul disciplinei fiscale ar trebui dublat de alte soluții și măsuri care să pună capăt unor mecanisme ascunse de acumulare și rostogolire a datoriilor publice. Spre exemplu, în cazul sistemului TARGET2, stabilirea unei date recurente de reglare a conturilor în sistemul TARGET2 și respingerea titlurilor cu rating foarte slab drept garanții la creditele acordate în Eurosistem.

### **3. Strategii și instrumente de politică propuse pentru soluționarea crizei datoriilor: o perspectivă critică**

---

#### **3.1. Consecințele finanțării deficitelor guvernamentale și datoriilor publice via BCE**

---

BCE a intervenit în mai multe rânduri pentru a sprijini țările din Zona euro aflate în dificultate, fiind astfel creditor de ultimă instanță nu numai pentru băncile din Zona euro, ci și pentru guvernele țărilor din Zona euro aflate în pragul falimentului.

În mod tradițional, BCE nu a cumpărat în mod direct obligațiuni ale guvernelor din Zona euro, dar situația aceasta s-a modificat în condițiile crizei datoriilor publice, când BCE a intervenit în mod direct pentru a reduce costul refinanțării pentru guvernele țărilor din Zona euro aflate în dificultate. Astfel, BCE a derulat programe de cumpărare directă de

obligațiuni ale statelor din Zona euro în perioada 2009-2012. Astfel, în iunie 2009 a fost lansat Covered Bond Purchase Programme, prin care BCE a cumpărat obligațiuni cu o valoare nominală totală de 60 miliarde de euro, pe care le va menține până la scadență. De asemenea, în mai 2010, BCE a lansat programul Securities Markets Programme (SMP), iar în noiembrie 2011, Covered Bond Purchase Programme 2, prin care și-a propus să cumpere până în octombrie 2012 obligațiuni cu o valoare nominală totală de 40 miliarde de euro. Cel mai recent program prin care BCE prevede cumpărare de obligațiuni guvernamentale a fost anunțat de către președintele BCE, Mario Draghi, în august 2012. Noul program al BCE prin care se prevede cumpărarea datoriilor statelor cu probleme din Zona euro poartă denumirea Outright Monetary Transactions (OMT). Decizia BCE de implementare a noului program (OMT) nu a fost luată în unanimitate, reprezentantul Germaniei exprimându-și opoziția. Șeful băncii centrale a Germaniei, Jens Weidmann și ministrul de finanțe al Germaniei, Philipp Roesler și-au exprimat opoziția față de planul BCE de a cumpăra obligațiuni ale statelor cu probleme din Zona euro, argumentând că acesta va diminua dorința acestor state de a implementa reforme.

Consecințele ultime ale finanțării de către BCE a datoriilor publice ale țărilor GIIPS<sup>15</sup> sunt sintetic însumate de către Aloys Prinz și Hanno Beck, pe baza unui model teoretic simplificat al finanțării statelor GIIPS via BCE. În analiza întreprinsă de Aloys Prinz și Hanno Beck, statele membre UE sunt clasificate în 2 categorii: state GIIPS și state non-GIIPS; obligațiunile emise de statele din Zona euro sunt clasificate, de asemenea, în două categorii: obligațiuni GIIPS și obligațiuni non-GIIPS. Băncile sunt actorii principali care investesc în obligațiunile emise de statele naționale, dar în acest model se asumă faptul că băncile comerciale nu mai sunt dispuse să achiziționeze obligațiuni ale statelor GIIPS (pentru a pune în lumină doar efectele finanțării datoriilor statelor GIIPS via BCE). Concluzia autorilor, Aloys Prinz și Hanno Beck, este aceea că această cale de soluționare a crizei datoriilor se va încheia cu un eșec: BCE va acumula în balanța sa obligațiunile statelor GIIPS și va suferi pierderi, necesitând o recapitalizare din partea celorlalte state membre ale Zonei euro. Dacă BCE va continua să finanțeze datoriile publice ale statelor GIIPS și nu vor fi implementate reguli clare de declarare a falimentului odată ce datoria publică a atins un anumit nivel, explozia

---

<sup>15</sup> Grecia, Irlanda, Italia, Portugalia, Spania.

datoriilor publice (“debt explosion”) la nivelul întregii Zonei euro va fi un fenomen greu de evitat.

---

### **3.2. Euro-obligațiunile și creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM**

---

**Euro-obligațiunile** și creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM reprezintă alte două propuneri de soluționarea a problemei datoriilor din Zona euro. Ambele soluții propuse – deși mai sofisticate decât finanțarea directă de către BCE a datoriilor țărilor GIIPS – pot conduce la același rezultat: BCE poate ajunge să acumuleze în balanța sa obligațiunile statelor GIIPS și să înregistreze pierderi. În aceste condiții recapitalizarea BCE de către celelalte state membre ale Zonei euro va fi inevitabilă, iar dacă procesul acumulării datoriilor nu este în nici un fel restricționat prin reguli clare de declarare a falimentului pentru statele care au atins un anumit nivel al datoriei publice, consecința va fi, și în acest caz, explozia datoriilor publice la nivelul Zonei euro (Prinz și Beck 2012, 188).

Euro-obligațiunile au fost propuse, de asemenea, ca soluție pentru criza datoriilor publice din Zona euro, în ideea ca statele îndatorate să poată împrumuta noi fonduri în condiții mai bune decât le-ar permite ratingul propriilor obligațiuni.

În noiembrie 2011, CE a publicat European Commission Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds (EC 2011), document în care propunea și analiza posibilitatea introducerii euro-obligațiunilor, luând în considerare trei variante:

1. Emisiunea de euro-obligațiuni să înlocuiască total emisiunea de obligațiuni ale statelor membre ale Zonei euro, iar acestea să fie garantate de către toate statele membre ale Zonei euro în comun.
2. Emisiunea de euro-obligațiuni să înlocuiască parțial emisiunea de obligațiuni ale statelor membre ale Zonei euro, iar acestea să fie garantate de către toate statele membre ale Zonei euro în comun.
3. Emisiunea de euro-obligațiuni să înlocuiască parțial emisiunea de obligațiuni ale statelor membre ale Zonei euro, statele membre oferind unele garanții, dar nu în comun.

Statele membre ale Zonei euro cu un grad mai ridicat de îndatorare au susținut aceste propuneri, în timp ce Germania s-a opus sau a rămas

rezervată. Euro-obligațiunile nu constituie o soluție pentru problema statelor supra îndatorate din Zona euro, pe termen lung acestea ducând la acumularea progresivă de datorii și mai mari (Prinz și Beck 2012, 188). Asigurarea accesului facil la noi fonduri pentru statele supra îndatorate implică așa numita problemă a hazardului moral: transferând costurile unei politici imprudente asupra altor state care au avut o politică mult mai restrictivă cu privire la acumularea de noi datorii sunt create stimulente puternice de a continua sau chiar de a intensifica politica îndatorării nu numai pentru statele supra îndatorate, ci și pentru celelalte state care s-au dovedit relativ mai prudente. În condițiile în care costul sau riscurile politicilor imprudente sunt permanent redistribuite către toți ceilalți, ar putea apărea stimulente pentru fiecare dintre state să se îndatoreze și mai mult și pe cât posibil înaintea tuturor celorlalți.

În acest sens, amintim că situația deficitelor și datoriilor s-a agravat progresiv după instituirea monedei unice și a Zonei euro, prin însăși faptul că statele mai îndatorate (deci cu o bonitate mai scăzută) s-au bucurat de condiții relativ similare cu celelalte state 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. De exemplu, înainte de introducerea euro, Grecia nu era foarte activă și nici atât de atractivă pe piața internațională a obligațiunilor guvernamentale. Dar începând cu 1999, guvernul grec a înființat Agenția de Management a Datoriei publice, care nu a avut ca rezultat, cum s-ar putea crede, reducerea datoriei publice, ci creșterea acesteia, pentru că guvernul de la Atena și-a intensificat eforturile pentru a-i convinge pe investitorii străini să cumpere obligațiuni grecești. În primăvara anului 2003, rata obligațiunilor grecești era cu numai 0,9% mai mare decât cea a obligațiunilor germane. Cererea pe piețele internaționale pentru obligațiunile statelor din Zona euro era în creștere (atât în Europa, cât și în țări precum Japonia, Singapore). Licitațiile guvernului grec pentru vânzarea de obligațiuni se încheiau cu sume care depășeau 5 miliarde de euro.

Rolul euro-obligațiunilor ar fi acela de a șterge diferențele între obligațiunile statelor GIIPS și cele ale statelor non-GIIPS. Prin urmare, introducerea euro-obligațiunilor ar avea un efect similar: state cu o bonitate mai scăzută ar avea acces la fonduri mai ușor decât și-ar putea permite în absența acestora, ceea ce ar contribui la acumularea de noi datorii și

rostogolirea celor existente. Prin urmare euro-obligațiunile nu reprezintă o modalitate de soluționare a problemei datoriilor suverane din Zona euro, ci de amânare și mai ales de agravare a acesteia. Totodată în condițiile în care riscurile asociate politicilor imprudente sunt permanent socializate la nivelul întregii zone euro, statele îndatorate nu vor avea stimulente să-și restructureze datoriile.

**Creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM** a constituit o altă propunere de soluționare a problemei datoriilor statelor GIIPS. Propunerea a fost făcută în noiembrie 2011, în urma summit-ului euro din octombrie 2011. Concret, EFSF/ESM ar avea sarcina de a cumpăra obligațiunile statelor GIIPS și de a le utiliza drept garanție pentru împrumuturi la BCE. Există o similitudine între propunerea de a emite euro-obligațiuni și cea de a crește coeficientul îndatorării EFSF/ESM. În ambele cazuri statele GIIPS nu mai sunt dependente de împrumuturile obținute direct prin sistemul bancar, fiind finanțate prin intermediul unei agenții garantate public. În cazul euro-obligațiunilor nu se mai păstrează diferența între obligațiunile statelor GIIPS și cele ale statelor non-GIIPS. 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 tipuri de obligațiuni pot fi utilizate ca garanții pentru a obține împrumuturi de la BCE. În privința consecințelor ultime, nu există diferențe semnificative între finanțarea statelor GIIPS de către BCE prin cumpărarea obligațiunilor acestor state, pe de o parte și euro-obligațiuni și creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM pe de altă parte. În toate cele trei cazuri, titlurile cu risc ridicat ale statelor GIIPS vor ajunge în balanța BCE. BCE va trebui să suporte pierderile, va fi nevoie de o recapitalizare a BCE, iar acest lucru se va răsfârge în ultimă instanță asupra tuturor statelor Zonei euro (Prinz și Beck 2012, 187-188).

---

### 3.3. Euro-TARP

---

Euro-TARP (European Troubled Asset Relief Programme) este o propunere de soluționare a problemei datoriilor publice a statelor membre ale Zonei euro care ar consta în utilizarea fondurilor EFSF/ESM cu scopul de a recapitaliza băncile care dețin în balanța lor obligațiuni ale guvernelor supra-îndatorate și care vor fi în situația să suporte pierderi în cazul în care acestea vor fi incapabile să își plătească datoriile scadente la datele stabilite.

Prin Euro-TARP (similar programului TARP derulat in SUA) băncile vor avea posibilitatea să se dispenseze de titlurile cu risc ridicat emise de guvernele țărilor GIIPS. Se presupune că acestea vor cumpăra în continuare noile obligațiuni emise de guvernele țărilor GIIPS.

Aloys Prinz și Hanno Beck consideră că principalul avantaj al Euro-TARP spre deosebire de Euro-obligațiuni, creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM și intervenția directă a BCE pe piața obligațiunilor guvernamentale este acela că BCE va fi izolată de problema crizei datoriei statelor GIIPS (Prinz și Beck 2012, 188).

Punctul slab al acestei propuneri constă în faptul că este presupus un transfer de fonduri dinspre statele non-GIIPS către statele GIIPS, ceea ce înseamnă că pierderile vor fi în cele din urmă suportate de către statele care au dus o politică fiscală mai prudentă (mai exact, de către plătitorii de taxe din aceste state). Chiar dacă, în acest caz, sistemul bancar al UE nu va fi afectat de criza datoriei publice (sau nu va fi afectat în aceeași măsură), Euro-TARP nu diferă esențial de celelalte tipuri de soluții propuse (euro-obligațiunile, creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM) în sensul că toate acestea presupun într-un grad mai mic sau mai mare socializarea pierderilor, precum și a riscurilor asociate acumulării de noi datorii și a rostogolirii acestora mai departe. Asigurarea fondurilor necesare pe care EFSF/ESM trebuie să le pună la dispoziție băncilor va conduce, în cele din urmă, la creșterea poverii fiscale pentru statele Zonei euro, cu toate efectele economice negative care decurg de aici. Aloys Prinz și Hanno Beck admit faptul că fără disciplina pe care o impune piața, plus reguli clare de declarare a falimentului la un anumit nivel al datoriei guvernelor – și Euro-TARP comportă riscuri majore.

În fapt, acceptând din capul locului, ca soluție, disciplina pe care o impune în mod natural piața – i.e. agenții care fac afaceri riscante, oricare ar fi rolul lor, să suporte deplin pierderile implicate fără a se face apel la nici un mecanism sau strategie de socializare a riscurilor și/sau pierderilor – s-ar reduce drastic hazardul moral și comportamentul iresponsabil sau imprudent al investitorilor, bancherilor și, în mare măsură inclusiv al guvernelor. În lipsa diverselor variante de caucionare, inclusiv guvernele vor trebui să rămână credibile pe piața obligațiunilor.



## 4. Concluzii

---

În condițiile în care toate aceste mecanisme de acumulare și rostogolire a datoriilor publice vor persista, fie că se instituie, fie că nu se instituie o uniune fiscală, la nivel fundamental, problema datoriilor va rămâne nesoluționată. Cu alte cuvinte, dacă se instituie o uniune fiscală fără a demantela toate mecanismele intrinseci de acumulare a datoriilor și de socializare a riscurilor și pierderilor, vom vorbi în continuare de problema datoriilor statelor membre ale uniunii fiscale și de cauționarea statelor membre ale uniunii fiscale. În plus, majoritatea instrumentelor de politică, precum și majoritatea soluțiilor avansate spre a rezolva criza datoriilor suverane din Zona euro, în contextul unei uniuni fiscale sau nu, – intervenția directă a BCE pe piața obligațiunilor guvernamentale, creșterea coeficientului de îndatorare al EFSF/ESM, Euro-obligațiunile, Euro-TARP – nu propune în esență decât mecanisme și strategii adiționale de rostogolire a datoriilor existente și de acumulare de noi datorii, plus socializarea pierderilor și riscurilor asociate.

## Bibliografie

---

1. **Bagus, Philip** (2010), The Tragedy of the Euro, Ludwig von Mises Institute.
2. **Bagus, Phillip** (2012), Passing the Bailout Buck, Mises Daily, 15 iunie 2012, <http://mises.org/daily/6067/Passing-the-Bailout-Buck>
3. **Bordo, Michael, Jonung Lars and Markiwcz, Agnieszka** (2011), Does the euro need a fiscal union?, in Geoffrey Wood, Terence Mills, Nicholas Crafts (eds.) Monetary and Banking History: Essays in Honour of Forrest Capie, Routledge.
4. **Garber, Peter** (1999), Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis, NBER Working Papers 6619, <http://www.nber.org/papers/w6619>
5. **Garber, Peter** (2010), The Mechanics of Intra-euro Capital Flight, Global Market Research, Special Report Deutsche Bank.
6. **Homburg, Stephan** (2012), Notes on the Target2 Dispute, CESifo Forum 2012.
7. **Hülsmann, J. G.** (2005), "Euro – o interpretare rothbardiană a evoluției monetare recente", în Ce le-a făcut statul banilor noștri?, Ludwig von Mises Institut.
8. **Prinz, Aloys și Beck, Hanno** (2012), Fighting Debt Explosion in the European Sovereign Debt Crisis, Intereconomics, Vol.47, Number 4, July/August 2012.
9. **Sauga, Michael; Simons, Stefan și Wiegrefe, Klaus** (2010), The Price of Unity, Der Spiegel, 30 septembrie 2010, available at : <http://www.spiegel.de/international/germany/the-price-of-unity-was-the-deutsche-mark-sacrificed-for-reunification-a-719940.html>
10. **Soros, George** (2012) The Tragedy of the European Union and How to Resolve It, Council on Foreign Relations, <http://www.cfr.org/eu/nyrb-tragedy-european-union-resolve/p28963>

11. **Werner-Sinn, Hans and Wollmershaeuser Timo** (2011), Target Loans, Current Account Balances and capital Flows: The ECB's Rescue Facility, NBER Working Paper No. 17626, noiembrie 2011.
12. **Der Spiegel** (2011) "The Ticking Euro Bomb – How a Good Idea Became a Tragedy", 5 septembrie 2011, <http://www.spiegel.de/international/europe/the-ticking-euro-bomb-how-a-good-idea-became-a-tragedy-a-790138.html>
13. **Der Spiegel** (2011) "The Ticking Euro Bomb – How the Eurozone Ignored Its Own Rules", 5 septembrie 2011, <http://www.spiegel.de/international/europe/the-ticking-euro-bomb-how-the-euro-zone-ignored-its-own-rules-a-790333.html>
14. **Der Spiegel** (2011) "The Ticking Euro Bomb – What Options are Left for the common Currency", 5 septembrie 2011, <http://www.spiegel.de/international/europe/the-ticking-euro-bomb-what-options-are-left-for-the-common-currency-a-790568.html>
15. **EC** (2010), A toolbox for stronger economic governance in Europe, MEMO/10/288. Brussels
16. **EC** (2011) EU Economic governance "Six-Pack" enters into force, MEMO/11/898. Brussels.
17. **EC** (2011) European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds, MEMO/11/820. Brussels.
18. **EC** (2011) European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds, MEMO/11/820.
19. **EC** (2012), Fiscal union, MEMO/12/483, Brussels.
20. **Handelsblatt** (2011), EZB-Chefvolkswirt Stark teilt ordentlich aus, 10 iunie 2011.

**Surse statistice:**

EUROSTAT

Bundesbank

Euro Crisis Monitor, Institute of Empirical Economic Research