

Seria Policy Brief cuprinde texte bazate pe surse publice. Opiniile exprimate reprezintă punctele de vedere ale autorilor.

## Criza financiară din Grecia

Alina Buzăianu

Aproape de fiecare dată, în urma crizelor bancare, ne putem aștepta la apariția unor *default*-uri suverane<sup>1</sup>. Evoluția situației economico-financiare europene de la începutul acestui an pare să vină în sprijinul acestei aserțiuni. Piețele financiare vor determina la un moment dat creșterea dobânzilor, iar statele europene cu probleme, precum Grecia, Spania, Italia și Portugalia, vor întâmpina multe dificultăți. E dificil de precizat exact momentul în care acest fenomen se va întâmpla. În țări puternice din punct de vedere financiar, precum Germania, Statele Unite și poate Japonia<sup>2</sup>, se va înregistra în cel mai fericit caz, fie o stagnare, fie o creștere economică firavă.

În ultima perioadă, datoriile publice și deficitele bugetare sunt urmărite tot mai atent la nivel mondial, după ce au crescut puternic în timpul crizei financiare și a recesiunii, pe fondul creșterii cheltuielilor și scăderii veniturilor bugetare. Un exemplu elocvent îl constituie Japonia, care are cu cea mai mare datorie publică din lume, ce depășește de aproape două ori mărimea economiei.

Este tot mai evident faptul că problemele economiilor europene se adâncesc. Așa cum probabil a devenit destul de vizibil, UE nu este nici pe departe un organism unitar, care să aibă politici și reacții coerente la provocările externe. Uniunea s-a realizat prin voință politică, între parteneri de anvergură diferită, dar care nu vor să renunțe la specificul local sau la independența de decizie în multe domenii cruciale. Din această cauză, în momente de cumpănă vorbim mai degrabă de imobilitate în cazul UE ca organism, iar reacțiile vin de la fiecare țară constituantă în parte. Mai mult, interesele politice din fiecare țară prevalează de multe ori în detrimentul rațiunii economice, iar România nu constituie o excepție.

<sup>1</sup> eng. *sovereign defaults*.

<sup>2</sup> În acest caz particular am putea caracteriza politica fiscală a Japoniei, ca fiind „scăpată de sub control”.

SUA a exportat către partenerii săi comerciali și, până la urmă, la nivel mondial, o criză de care este în mare măsură responsabilă. Oricum, globalizarea a adus pe lângă beneficiile mobilității persoanelor și bunurilor, accesul larg la progresele tehnologiei și interconectarea economică la scară largă. În acest joc, deși și-a dorit o poziție de lider în ultima vreme, UE s-a dovedit a fi veriga slabă.

Uniunea Europeană a suportat în 2009 și va suporta și în 2010, cel puțin, o perioadă de recesiune economică, așa cum nu a mai văzut de la fondarea sa. Toți membrii UE vor trece, în funcție de locul și importanța pe care le ocupă în Uniune, prin momente de criză mai puternice sau mai ușoare. Problema este însă că, în aceste momente, fiecare pare să se descurce cum poate, ignorând legăturile pe care le are cu ceilalți membri. Decizii politice precum garantarea integrală a depozitelor bancare ale populației se lovesc de realitățile din sistemul bancar mondial și de principiile de management al riscului. În condițiile libertății fluxurilor de capital la nivelul UE, ne putem aștepta ca depozitele să migreze rapid în țara cu cel mai „larg” nivel de garantare. În plus, o garantare care nu ține cont de profilul de risc al băncilor comerciale este mai degrabă o invitație către acestea de a investi oricât de riscant. Investitorii au taxat rapid aceste decizii desprinse întrucâtva de gândirea economică, prin deprecierea euro față de dolar – o mișcare cu atât mai paradoxală, cu cât criza a fost, totuși, generată de SUA.

Dubai nu este singura economie care a crescut subit, în ultimii ani, pentru a ajunge înglodată în datorii pe care nu le mai poate plăti, astfel de probleme existând și în România, Grecia și alte țări europene mai mici. Deși problemele din Dubai par să fie ținute sub control, multe alte țări suferă din cauza unei combinații de venituri la stat în scădere și împrumuturi externe mult prea mari. Economiiștii străini consideră România o astfel de țară "bubble", care ar putea exploda în orice moment.

Temerile legate de capacitatea Greciei de a se finanța și de a-și respecta obligațiile față de creditori au lovit sever piețele financiare din ianuarie, când guvernul de la Atena a anunțat creșterea deficitului bugetar la 12,7% în 2009, de peste trei ori mai mult decât indicau estimările oficiale. Situația economică din Grecia i-a pus pe jar pe oficialii europeni după ce agențiile de rating financiar au scăzut ratingurile suverane ale Greciei, din cauza creșterii excesive a datoriei publice și a deficitului bugetar, cauzată în principal de nivelul foarte mare al economiei subterane.

Cazul Greciei, intrată în colaps financiar și de la care a pornit actuala criză, este de neacceptat pentru blocul european. Pe lângă faptul că s-a aflat că țara măslinilor și-a falsificat deficitul bugetar pentru a fi primită în zona euro, numeroase alte anomalii s-au făcut simțite la o analiză mai atentă a economiei elene. De aceea, există voci care susțin acum că sistemul bancar românesc a rezistat crizei din Vest, dar nu se știe dacă va supraviețui și celei din Sud. O mare parte din băncile prezente

în România au capital grecesc și au finanțat cu preponderență afaceri cu proprietari greci. Gândirea aceasta este ușor simplistă, dar nu total lipsită de sens. În mod sigur, un cutremur financiar cu epicentrul la Atena ar produce unde de șoc resimțite și la București.

Pe lângă pericolul intrinsec pe care îl reprezintă, cazul Greciei și al celorlalte state aflate în dificultate, acesta constituie un important avertisment. Mai ales în contextul în care actualul guvern amână intrarea în parametrii de siguranță a deficitului bugetar. Adevărata provocare a României nu este existența unui FMI pe post de profesor vigilent, ci capacitatea de restructurare a aparatului de stat și creșterea veniturilor la buget; în caz contrar se profilează posibilitatea ca Jeffrey Franks să nu mai dea dovadă de atâta flexibilitate ca până acum.

De asemenea, în ceea ce ne privește, ar fi total greșit să credem că situația din România este legată de criza economică globală. În principiu, criza românească este una a consumului exacerbă și a unei bunăstări lipsite de motivare economică. Situația din România este comparabilă cu cea a Greciei, dar într-un sens este mai dificilă, datorită faptului că aceasta din urmă, fiind în zona euro, beneficiază de umbrela Băncii Centrale Europene, în timp ce criza din țara noastră poate fi caracterizată ca fiind o criză a unei țări în care se consumă fără să se producă.

În orice caz, va fi extrem de greu pentru premierul grec George Papandreu să micșoreze deficitul bugetar cu câte 4 % pe an până în 2012, așa cum s-a angajat la Bruxelles, angajament oricum privit cu mult scepticism. Dar cum a ajuns Grecia la un deficit bugetar de aproape 13 procente, deși ca țară din zona Euro ar fi trebuit să respecte pragul de maximum 3 % introdus de tratatul de la Maastricht? Prin trei mecanisme principale: (1) laxitatea fiscală; (2) explozia creditului de consum după ce grecii au beneficiat, din momentul adoptării monedei euro, de finanțări cu dobânzi extrem de reduse; (3) escaladarea cheltuielilor guvernamentale. Spre exemplu, din rațiuni electorale, în ultima decadă nu numai că a crescut nejustificat numărul angajaților din sectorul public, dar salariul mediu al acestora practic s-a dublat. Între altele, executivul s-a angajat să renunțe la o bună parte a sporurilor și beneficiilor care, acumulate în timp, ajunseseră, în medie, la circa o jumătate de salariu. De pildă, în Grecia încă se acordă un spor de lemne introdus cu mulți ani în urmă, deși majoritatea celor care îl primesc nu se încălzesc la sobă.

Până în prezent, FMI și Uniunea Europeană au oferit ajutor de urgență pentru a limita scăderea economică în mai multe țări grav afectate de criză, printre care Ungaria, Ucraina și Letonia. În luna septembrie, FMI anunța că a împrumutat 163 de miliarde de dolari. Luând în considerare starea economică fragilă, frica investitorilor și cheltuielile prea mari ale guvernelor, este doar o problemă de timp până când următoarea etapă a crizei globale va începe.

## PIIGS – „copiii” problemă ai Uniunii Europene

După o perioadă cu multe falimente în sectorul privat<sup>1</sup>, în prezent, vedem o creștere semnificativă a riscului asociat sectorului public și de aceea, anul 2010 ar putea fi considerat anul crizei deficitelor fiscale. Cum nu toate națiunile au puteri financiare egale, unele țări sunt în mod evident mai bine plasate în raport cu problema datoriei guvernamentale. În timp ce Marea Britanie, Japonia și SUA își permit luxul de a emite obligațiuni în propria monedă națională, cele 16 țări europene cu monedă unică nu au același grad de libertate. Deloc surprinzător, în centrul crizei fiscale actuale regăsim Europa, și în special regiunea de sud a acesteia. PIIGS – adică Portugalia, Irlanda, Italia, Grecia și Spania precum și alte 11 state europene cu datorii denumite în euro. Ele nu pot emite monedă pentru a-și rambursa datoria și nici nu pot să devalorizeze moneda fără a ieși din zona euro. Toate țările în cauză au beneficiat de o dezvoltare economică spectaculoasă în ultimii ani, dezvoltare care s-a făcut mai degrabă pe datorie.

În cazul PIIGS, multe dintre activele cu care au fost garantate o serie întreagă de credite, intră în categoria „asset bubbles”, adică bunuri a căror valoare a fost umflată artificial. Mai clar, băncile nu-și vor putea recupera banii oferți prin credite nici dacă vor executa garanțiile depuse de clienții rău-platnici. De aici și îndemnul la modă în finanțe: „Don't feed the PIIGS!”. Nu mai acordați credite statelor aflate în pericol!

Recentele probleme financiare ale Greciei și vestea că o altă bancă austriacă va fi naționalizată au condus la deprecierea monedei unice europene până la cel mai scăzut nivel din luna octombrie 2009 până în prezent, de 1,4505 euro/dolar, iar teama că acesta este doar începutul problemelor europene este cât se poate de întemeiată. Portugalia, Irlanda, Italia, Grecia și Spania au deficite bugetare imense și estimări foarte pesimiste pentru creștere, ceea ce înseamnă că nivelul datoriilor acestor țări se majorează în ritm alert.

Folosind estimările OCDE, putem observa că așa numitele PIIGS dețin cinci din cele șase poziții de top. Pe de o parte, poziția Irlandei este cu siguranță exagerată, deoarece această țară a luat deja măsuri reale cu privire la reducerea la 49% a datoriei sale nete raportate la PIB, până în 2011. Pe de altă parte, Grecia se apropie de o datorie netă raportată la PIB de peste 100% și guvernul acesteia nu are încă un proiect convingător pentru a reduce deficitul. Spania<sup>2</sup> și Portugalia sunt alte două țări cu risc ridicat, deși datoria lor raportată la PIB este cu mult sub nivelul Greciei. Italia

<sup>1</sup> De la începutul secolului XXI, am asistat la colapsul total a unor corporații, printre care amintim: WorldCom, Parmalat, Lehman Brothers și General Motors.

<sup>2</sup> Spania rămâne la rândul ei, unul din copiii problemă ai Uniunii: cu o rată record a șomajului de 20%, cu o eficiență economică redusă, cu o piață imobiliară aflată în plin declin. Speranța de viață crescută și rata redusă a natalității amplifică problemele cu care se confruntă guvernul de la Madrid. Și deficitul bugetar al Spaniei a depășit cu mult criteriile Pactului de Stabilitate.

ocupă și ea o poziție incomodă, având în vedere că datoria sa netă raportată la PIB este de aproximativ 100%, deși deficitul său anual este mai mic decât al multor altor națiuni.

Explozia deficitelor bugetare din economiile mai slabe a forțat Germania și alte țări cu economii puternice să creeze strategii pentru sprijinirea membrilor din zona euro, pentru a proteja regiunea de o prăbușire financiară. Costurile și salariile țărilor care folosesc moneda unică europeană au crescut în mod constant, însă tocmai pentru că sunt parte din zona euro, nu își pot deprecia moneda, punând presiune asupra întregului bloc. De altfel, deficitele pun la încercare și așa-numitul pact de stabilitate al regiunii, prin care guvernele s-au angajat să nu cheltuie sume enorme.

La o privire atentă și obiectivă, în mare parte din sudul continentului, declinul concurenței este strâns legat de problemele structurale, inclusiv de birocrăția excesivă. Creșterea recentă din Spania și Grecia s-a bazat, în cea mai mare parte, pe construcții și consum. De asemenea, în Italia și Grecia există o „tradiție” de administrație publică disfuncțională și de evaziune fiscală.

Economia Irlandei este mai flexibilă, iar populația sa mai tânără oferă perspective de creștere mai accentuate, însă țara suferă de pe urma slăbiciunii lirei sterline și a economiei Marii Britanii, cel mai important partener comercial al său. Pe de altă parte, premierul grec a admis că există corupție la scară largă în țara sa, fapt ce alungă investitorii străini și blochează economia. Potrivit politicianilor greci, mita se practică peste tot, de la spitale la școli. De asemenea, guvernul nu știe exact câți angajați are, datorită practicii ca politicienii care ies învingători în alegeri să își răsplătească suporterii cu funcții în aparatul de stat.

Criza financiară din Grecia ar putea provoca o reacție în lanț (așa-numitul efect de domino) în alte țări europene, principalul vizat fiind sistemul financiar german. Cele mai mari pericole pentru acesta din urmă provin din dificultățile cu care se confruntă PIIGS, iar la originea unei dislocări a sistemului ar putea sta chiar Grecia. Speculațiile și problemele financiare din ansamblul PIIGS ar putea provoca probleme grave și turbulențe în piețe, din moment ce se estimează că aceste țări dețin obligațiuni emise de bănci din Germania în valoare totală de 522,4 miliarde euro. De asemenea, mai multe bănci din Germania au o expunere mare pe Grecia, printre acestea fiind și Hypo Real Estate<sup>1</sup>, cu o expunere de 9,1 miliarde euro. Având în vedere faptul că situația din Grecia se întâmplă ulterior celei din Dubai, lecția este că, luând în considerare deprecierea masivă a valorii activelor și nivelul prea mare al datoriilor, ne putem aștepta la multe alte surprize în următoarele luni.

---

<sup>1</sup> Hypo Real Estate, care a suferit pierderi masive în contextul crizei financiare, a trebuit să fie naționalizată în luna iunie a anului trecut. Alte bănci cu expuneri mari pe Grecia sunt Commertzbank, ce deține titluri grecești în valoare de 4,6 miliarde euro, precum și băncile regionale LBBW și Bayern LB.

## Grecia, din ce în ce mai aproape de prăpastie

Grecia are o istorie îndelungată de probleme fiscale. În momentul în care a devenit cea de-a 12-a țară a zonei euro, deficitul public era deja de peste 100% din PIB. Mulți au considerat că gestionarea defectuoasă a bugetului va afecta moneda unică. Pentru Grecia, aderarea la zona euro a fost însă un factor foarte pozitiv. Ratele mai mici ale dobânzii au permis guvernului să refinanțeze datoriile în condiții mai favorabile. Economia a avansat, în medie, cu 4% pe an până în 2008. Însă creșterea puternică a PIB a ascuns slăbiciunile finanțelor publice. Nivelul datoriilor publice a scăzut, însă numai pentru că PIB-ul nominal a avansat mai rapid decât datoriile. Deficitele bugetare foarte mari s-au menținut, mai ales că, odată cu intrarea în zona euro, Grecia a relaxat politica fiscală. Balanța bugetară primară (ce exclude plata dobânzilor) a fost excedentară până în momentul aderării, însă a trecut pe deficit începând cu 2003. Pe de altă parte, inflația Greciei a rămas peste media zonei euro, afectându-i competitivitatea. Economia se baza puternic pe împrumuturi externe, iar deficitul de cont curent s-a adâncit la 14,6% din PIB în 2008. Dacă Grecia și-ar fi păstrat propria monedă, problemele ar fi apărut, probabil, mai devreme. Însă în lunile ce au urmat prăbușirii băncii de investiții Lehman Brothers, Grecia a fost protejată de apartenența la zona euro. Statul putea încă să se împrumute ușor, deși nu la fel de ieftin, de pe piețele de obligațiuni, iar aversiunea investitorilor față de risc atinsese punctul culminant în martie 2009. Economia se îndrepta, în cel mai rău caz, spre o recesiune ușoară. Băncile grecești nu erau afectate de activele toxice cu care se confruntau alți competitori. Proiecțiile de deficit bugetar pentru 2009, de 5% din PIB, păreau aproape modeste față de deficitele majore estimate pentru alte țări.

Realitatea era însă mult mai sumbră, așa cum s-a dovedit după alegerile din octombrie 2009. Noul guvern a anunțat că nivelul real al deficitului urma să fie de 12,7% din PIB. Mai mult, deficitul raportat pentru 2008 a fost, de asemenea, revizuit în creștere, pentru a include datoriile neplătite furnizorilor din sectorul sanitar. Încrederea investitorilor în statisticile oferite de Grecia, deși niciodată puternică, a fost spulberată. Două dintre principalele agenții de rating, Fitch și Standard & Poor's (S&P), au retrogradat obligațiunile emise de Grecia. La mijlocul lunii decembrie, guvernul grec a oferit un nou plan de reducere a deficitului, care nu a convins, însă, piețele și nici agențiile de rating. Fitch și S&P au coborât din nou ratingul Greciei, de la «A-» la «BBB+». Totuși, planurile de reducere a salariilor din sectorul public elen par mărunte raportate la mărimea deficitului și nu se compară cu măsurile luate de Irlanda, stat ce se confruntă cu probleme similare. În decembrie, guvernul irlandez a anunțat reduceri masive ale salariilor din sectorul public, la câteva luni după ce a impus o contribuție pentru pensii, ce a redus salariile din sectorul public cu 7%.

Posibilitatea ca Grecia să nu își poată reduce deficitul i-a determinat pe liderii europeni să se gândească la un pachet de salvare. Tratatul de la Maastricht include o

clauză ce împiedică țările europene să-și asume datoriile altora. Clauza a fost introdusă în 1991, la insistența Germaniei. Alte clauze ale tratatului ar putea permite, totuși, ajutoare pentru țările aflate în dificultate. Șefii de stat și de guvern din zona euro au ajuns săptămâna trecută la un acord pentru susținerea Greciei, în cazul în care măsurile suplimentare ce vor fi luate de această țară nu vor reuși să descurajeze speculațiile. Aceștia au refuzat, totuși, să dea detalii cu privire la acest plan de susținere.

Pentru Grecia e practic imposibil să-și finanțeze deficitul fără intervenția UE. Nu doar datorită dimensiunii enorme a datoriilor – doar în acest an are nevoie de aproximativ 50 de miliarde de euro – ci și pentru că suferă de o totală lipsă de credibilitate în exterior. Autoritățile de la Atena au fost în repetate rânduri atenționate pentru raportări „cosmetizate” în încercarea de a primi, de exemplu, sume mai mari pentru subvenții agricole. Și, ce e mai grav, s-a aflat că în urmă cu 10 ani au falsificat în mod deliberat date statistice pentru ca Grecia să poată intra în zona Euro (deficitele reale erau de trei ori mai mari decât cele raportate). Cu toate acestea, în ciuda tuturor acestor elemente agravante, este probabil că vecinii noștri din sudul Balcanilor nu vor fi lăsați să intre în faliment. Ar fi un adevărat dezastru pentru întreaga zonă Euro și ar avea toate șansele să producă reacții în lanț în alte state din sudul continentului, precum Portugalia, Spania sau Italia, dar și în Irlanda, toate țări care nu se simt nici ele deloc bine din punct de vedere economic. Mizele, nu doar cea economică, ci și cea politică, sunt uriașe.

Cu toate acestea, complicațiile și implicațiile sunt și ele considerabile. În ciuda presiunii Parisului, Germania, de la care se așteaptă, ca de obicei, soluția atunci când e vorba de bani, a refuzat să intre în detalii, dincolo de declarația generală și destul de vagă de sprijin a Uniunii Europene pentru Grecia care a urmat discuțiilor purtate de liderii europeni, reuniți într-un summit informal la Bruxelles. Angela Merkel nu a dorit să se angajeze deocamdată la mai mult și nu înainte de a vedea că Atena trece efectiv la măsurile de austeritate promise<sup>1</sup>. Sau nu a putut pentru că în Germania opinia publică nu privește deloc cu ochi buni ideea de a „debloca” cu banii contribuabilului neamț o criză provocată de corupția, ineficiența și risipa din Grecia. Exprimând acest punct de vedere, deputatul liberal Frank Schaeffler, al cărui partid face parte din coaliția de guvernare, spunea, într-un discurs ținut în Parlamentul de la Berlin în prezența întâlnirii de la Bruxelles, că *"nu ajuți un alcoolik dacă îi oferi o nouă sticlă de băutură"*.

<sup>1</sup> Poziția dură a cancelarului Angela Merkel beneficiază de un sprijin popular masiv în Germania. Oficialii guvernamentali au declarat, de asemenea, că sunt constrânși de către impuneri constituționale care prevăd o strictă raliere la criteriile de stabilitate fiscală și monetară din zona euro. Atât membrii guvernului, cât și membrii opoziției din Bundestag au declarat că nu va exista sprijin parlamentar pentru un pachet financiar de salvare a Greciei fără ca în prealabil să primească, din partea autorităților de la Atena, dovada clară a faptului că aceștia intenționează să opereze o reducere a deficitului bugetar și a cheltuielilor guvernamentale.

De partea cealaltă, întors acasă, George Papandreou a criticat și el, la rândul său, în termeni destul de duri lipsa de consistență a declarației de sprijin enunțate de UE. Pe un ton dramatic, primul ministru a spus că rezolvarea crizei din Grecia reprezintă pentru zona Euro un test major *"în bătălia dintre Europa și piețe"*. Cu alte cuvinte, au fost identificați și vinovații: actorii din piețele financiare care, în mod previzibil, s-au angrenat, între altele, în speculații financiare cu obligațiuni emise de statul grec. Punct de vedere îmbrățișat, de altfel, între alții, de Nicolas Sarkozy și de prim-ministrul socialist al Spaniei, Luis Felipe Zappatero. O tactică menită să treacă în planul doi responsabilitățile guvernelor grecești, care până la urmă sunt în mod direct vinovate de dezastrul financiar la care s-a ajuns datorită măsurilor populiste adoptate din rațiuni electorale, și să ofere, în același timp, un util țap ispășitor populației pentru măsurile de austeritate. Cu atât mai mult cu cât, în plan ideologic, e și o temă foarte dragă stângii.

Între timp, președintele forumului economic din zona euro, Jean-Claude Juncker, a admis că Eurogroup a dat dovadă de „neglijență de gravitate medie” neocupându-se suficient de situația financiară a Greciei. În opinia lui, eventuala excludere a Greciei din zona euro va avea efecte similare celor ale unui cutremur: situație scăpată de sub control și o reacție extrem de negativă a piețelor financiare. Reunite la Bruxelles, țările UE, cele mai mari consumatoare ale datoriei Greciei, au decis să ajute Atena să-și rezolve problemele. De teama unor manevre speculative, nu au fost dezvăluite detaliile acestui plan de susținere. Astfel, Marea Britanie și Irlanda dețin 23% din obligațiunile emise de Atena, Franța 11%, iar Germania, Elveția și Austria 9%. În plus, băncile europene au împrumutat economia elenă cu peste \$252 mld., cele mai expuse fiind instituțiile franceze cu \$75 mld. (55 mld. euro), urmate de cele elvețiene cu \$63 mld. (46 mld. euro) și cele germane, cu \$43 mld. (31 mld. euro).

### **Factorul Wall-Street**

Bănci de pe Wall Street precum Goldman Sachs au folosit instrumente financiare complexe de tipul celor care au fost la originea crizei financiare americane, pentru a ajuta Grecia să ascundă amplexarea datoriilor. Așa anunța un articol publicat recent de *New York Times* (NYT). Nu ar fi prima dată când așa ceva s-ar întâmpla, având în vedere că, în 2007, băncile au fost învinuite de faptul că au vândut ipoteci deosebit de riscante investitorilor, cauzând criza imobiliară din Statele Unite.

Un program pregătit de Goldman Sachs a permis guvernului elen, în 2001, chiar după intrarea Greciei în zona euro, să se împrumute de ordinul miliardelor<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Publicațiile americane *New York Times* și *Risk Magazine* și cotidianul german *Der Spiegel* au susținut că banca Goldman Sachs, consilierul guvernului de la Atena, a permis statului grec să ascundă realitatea referitoare la datorii. Astfel, în 2001, încurajat de bancă, guvernul elen a împrumutat un miliard de euro utilizând un produs financiar complex, care ce i-a permis să nu înregistreze operațiunea. Acest artificiu a dat posibilitatea autorităților de la Atena să răspundă exigențelor pactului de stabilitate pentru zona euro și să prelungească termenele de rambursare a datoriilor.



Această schemă a fost ascunsă publicului întrucât a fost sub forma unei tranzacții cu valută și nu a unui împrumut și a ajutat Grecia să respecte regula UE în domeniul deficitului bugetar, dar să cheltuiască mai mult decât își putea permite<sup>1</sup>.

Pentru această tranzacție, Goldman Sachs ar fi primit un comision de circa 300 de milioane de dolari. În schimbul banilor, guvernul de la Atena a renunțat la venituri viitoare, precum taxele de aeroport sau veniturile de la loterie. Aceste acorduri nu au fost înregistrate ca datorii, astfel încât autoritățile de reglementare și investitorii au fost înșelați în privința gradului de îndatorare a țării. La începutul lunii noiembrie 2009, cu trei luni înainte ca Atena să devină epicentrul crizei actuale din zona euro, o echipă de la Goldman Sachs, condusă de președintele instituției, Gary Cohn, a venit la Atena cu propunerea unui instrument financiar care ar fi permis Greciei să amâne pe termen lung plata datoriilor publice. Mecanismul a fost însă respins. Amploarea datoriilor Greciei a făcut din euro ținta atacurilor pieței financiare și a pus la încercare solidaritatea țărilor care folosesc moneda unică.

Statele din zona euro au o istorie bogată în ceea ce privește „manevrele exotice” efectuate pentru a îndeplini condițiile necesare includerii în uniunea monetară, precum limitarea datoriilor la 60% din Produsul Intern Brut (PIB) sau un deficit bugetar anual sub 3% din PIB. În pofida criticilor, liderii europeni au catalogat aceste practici ca acceptabile, atâta timp cât acestea au avut ca scop punerea bazelor zonei euro. Pentru a îndeplini condițiile cerute pentru intrarea în uniunea monetară, care au ca scop întărirea încrederii în moneda unică, unele guverne au vândut active de stat sau au transformat datoriile în titluri de valoare securizate. În cazul Greciei, autoritățile au raportat biroului de statistică al Uniunii Europene, Eurostat, că o mare parte din cheltuielile militare sunt „confidențiale” și, de aceea, exceptabile de la calcule. În 2000, Grecia a indicat că a cheltuit 828 de milioane de euro pentru apărare, însă ulterior a arătat că suma s-a situat în realitate la 3,17 miliarde de euro. De altfel, autoritățile de la Atena au admis că au raportat cheltuieli militare mai mici cu 8,7 miliarde de euro între 1997 și 2003.

Portugalia, în schimb, a clasificat drept achiziții de acțiuni subvențiile acordate metroului din Lisabona și altor companii de stat. După aflarea adevărului, Eurostat a obligat în 2002 Portugalia să recalculeze datele raportate. Astfel, autoritățile au revizuit deficitul pentru 2001 de la 2,76 miliarde de euro, sau 2,2% din PIB, la 5,1 miliarde de euro, echivalentul a 4,1% din PIB, nivel peste limita tolerată în zona euro. Franța „a aranjat” în 1997 afaceri cu France Telecom, companie în curs de privatizare,

<sup>1</sup> Deși modificarea datelor statistice este o practică a guvernului grec care datează încă dinainte de aderarea țării la zona euro, în 2001, după cum relevă un raport al Comisiei Europene din 8 ianuarie 2010, de data aceasta practicile executivului de la Atena riscă să afecteze serios stabilitatea zonei euro. În luna decembrie a anului trecut, ratingul suveran al Greciei a fost coborât în mai multe reprize de toate cele trei mari agenții de evaluare a riscului de țară, situându-se în prezent la BBB+, pe scara Fitch și Standard & Poors, cu două trepte peste nivelul la care nu este recomandat să investești, și la A2 cu perspectivă negativă pe scara Moody's, cu două trepte mai sus în notații echivalente. În aceste condiții, ecartul dintre titlurile de stat emise de guvernul grec și cele emise de guvernul german a crescut de 6 ori în ultimii doi ani, situându-se în prezent la aproape 2,63%.

prin care Telecom a plătit guvernului peste cinci miliarde de euro. În schimb, Franța a acceptat să-și asume obligațiile de plată a pensiilor pentru angajații France Telecom. Fondurile primite de la companie au ajutat Parisul să îngusteze deficitul la 40 de miliarde de euro, respectiv 3% din PIB. Până și Germania, cea mai mare economie europeană, a încercat în 1997 să reevalueze rezervele de aur, însă executivul a renunțat la plan datorită opoziției băncii centrale.

Dificultățile autorităților UE sunt amplificate de insuficiența mijloacelor prin care pot determina statele din zona euro să respecte condițiile fiscale. În ultimele săptămâni, atenția investitorilor a fost atrasă de politica mai multor guverne de a recurge la tranzacții de *swap* valutar. Prin astfel de înțelegeri, țările pot face împrumuturi în monedă străină, folosind un produs derivat pentru a acoperi riscurile fluctuațiilor valutare. Aceste instrumente pot fi folosite, însă, pentru a semnaliza artificial fluxuri de lichidități, luate în considerare la calcularea datoriei și deficitului.

Guvernele din zona euro nu sunt obligate să publice natura precisă a tranzacțiilor cu produse derivate în care sunt angajate, ceea ce face imposibil pentru investitori să discearnă posibilele riscuri asociate cu aceste acorduri. Eurostat a permis utilizarea acestor tranzacții pentru ajustarea datelor privind datoriile până în 2008. Goldman Sachs ar fi intermediat 12 afaceri de tip *swap* pentru Grecia între 1998 și 2001. În tranzacții similare pentru Atena a fost implicată și Credit Suisse, în aceeași perioadă, la fel și Deutsche Bank a executat pentru Portugalia tranzacții de *swap* valutar între 1998 și 2003.

### **Zona euro – primul test de anduranță**

Impasul financiar al Greciei trebuie privit într-un context mai larg, pentru a sesiza coerent adevăratele implicații. Și nu e vorba doar de o posibilă reacție în lanț provocată de problemele economice grave prin care trec și alte state cu o situație economică precară din UE, ci de însuși proiectul european în ansamblu. Introducerea monedei euro a fost, în fond, o decizie politică franco-germană. Unii experți au avertizat, în anii '90, că introducerea unei monede unice, în condițiile în care nu există un mecanism comun unitar pan-european de administrare fiscală, reprezintă un risc major de instabilitate. Ceea ce pare să se confirme, din păcate, în aceste zile. Problema e că a merge atât de departe ar însemna o diminuare a suveranității naționale și o delegare masivă de autoritate către Bruxelles. Chestiunea e, evident, sensibilă și greu de acceptat în majoritatea statelor de pe vechiul continent. Printre altele, și pentru că, de fapt, noile pârgii de putere nu ar fi transferate către UE în general, ci mai degrabă către câteva capitale europene importante, locurile unde se iau și astăzi cu adevărat deciziile majore.

Criza din Grecia a afectat semnificativ cursul monedei unice. *Financial Times* nota că, dacă în urmă cu câteva luni, perspectivele monedei europene erau mult mai

bune decât ale dolarului, situația s-a schimbat. De la apariția temerilor legate de Grecia, moneda unică a fost supusă unor presiuni din ce în ce mai mari. Întrebarea care stăruie pe buzele analiștilor nu este dacă să vândă sau nu euro, ci când și la ce cotație să vândă euro. De la începutul anului, euro s-a depreciat cu peste 5% în fața dolarului, atingând un minim al ultimelor opt luni, de 1,3529 dolari. Euro s-a depreciat cu 8% față de yen și cu 2% față de lira sterlină.

Grecia este o economie relativ minoră în zona euro, reprezentând numai 3% din PIB-ul zonei, însă moneda unică a fost afectată din cauza temerilor că problemele s-ar putea extinde și în alte țări, în contextul în care Spania și Portugalia dau deja semnale alarmante. Criza din Grecia confirmă problemele unei uniuni monetare neuniforme, incoerente în reglementări, ce nu dispune de un mecanism precum o autoritate fiscală centrală, pentru a corecta dezechilibrele interne. Decalajul dintre nord și sud, în interiorul zonei euro, pare mai accentuat ca niciodată. Nordul, reprezentat de țări precum Germania, Franța se bazează pe exporturi pentru susținerea creșterii, economisește și înregistrează excedente comerciale, în timp ce sudul, reprezentat printre altele, de Grecia, se bazează pe cheltuielile de consum, au finanțe publice slabe și depind de capitalul străin pentru a suplimenta nivelul redus al economiilor.

Zona euro trebuie să se reformeze pentru a putea face față unei viitoare crize. Turbulențele generate de datoriile Atenei au scos în evidență slăbiciunile uniunii monetare, punând sub semnul îndoielii viabilitatea sistemului, iar supraviețuirea Greciei nu rezolvă problema viitorului monedei unice europene. Țările membre ale zonei Euro se confruntă cu o problemă fundamentală, anume absența unei politici economice și bugetare comune și a unui mecanism instituțional prin care să se poată răspunde crizelor, precum posibilitatea ca mai multe state să emită împreună euroobligațiuni. Dacă în cazul Greciei împrumuturile ad-hoc ar trebui să fie suficiente, nu același lucru se poate spune despre Spania, Italia, Portugalia și Irlanda, economii prea mari în cadrul uniunii monetare pentru a putea fi salvate în acest mod.

### **Potențiale opțiuni de deblocare a crizei**

*Deficitul bugetar al Greciei, datoria publică ridicată și amenințarea legată de finanțarea din Europa reprezintă în prezent teama principală a piețelor de capital.* Deși tratatele UE interzic Comisiei Europene sau guvernelor naționale să sară în ajutorul unui alt guvern național care se confruntă cu perspectiva unei intrări în incapacitate de plată, mass media informează că executivul german și cel francez examinează un plan de salvare a guvernului de la Atena. Acesta ar urma să se desfășoare după modelul intervenției UE în cooperare cu FMI și Banca Mondială în sprijinul României și Ungariei, în toamna lui 2008, respectiv primăvara lui 2009. Totuși, Franța și Germania au negat în mod oficial existența vreunui plan, iar

premierul grec, George Papandreou, insistă că Grecia nu trebuie să recurgă la împrumuturi din partea UE sau FMI.

Grecia trebuie să treacă printr-o cură bugetară majoră iar țările Uniunii Europene, sau Fondul Monetar Internațional (FMI) ar putea ajunge în situația de a acorda un pachet de salvare considerat de anumite medii „umilitor”. Pesimismul unor analiști pune în discuție chiar o destrămare a zonei euro. Problemele unor țări precum Grecia, Spania și Portugalia au fost cauzate de ani de dobânzi mult prea mici, ce au dus la supraîncălzire și la accelerarea inflației. Chiar dacă guvernele ar reuși să reducă deficitele bugetare, lipsa competitivității din zona euro are nevoie de ani de deflație și orice ajutor acordat Greciei nu face decât să macine construcția și optimalitatea zonei euro.

Exacerbarea deficitului bugetar al Greciei și temerile legate de posibilele măsuri de reducere au creat panică pe piața obligațiunilor și au dus la o creștere a randamentelor titlurilor de stat emise de Grecia. La sfârșitul lunii ianuarie a.c., randamentul titlurilor de stat grecești a atins 7,1%, cel mai înalt nivel de la aderarea țării la zona euro, și cu aproape patru puncte procentuale peste randamentul titlurilor germane, considerate cele mai sigure investiții din zona euro. Panica s-a mai diminuat pe 3 februarie, când Comisia Europeană a aprobat planul realizat de Grecia pentru reducerea deficitului la 3% din PIB până în 2012. Cu o zi înainte, premierul grec, George Papandreou, a anunțat într-un discurs televizat că guvernul va majora taxele și va extinde măsurile de înghețare a salariilor din sectorul public și asupra celor cu venituri mici. Cu toate acestea, problemele Greciei și ale Europei nu s-au încheiat. Comisia Europeană a anunțat că va monitoriza Grecia îndeaproape, pentru a se asigura că își respectă promisiunile. De asemenea, va publica un raport la mijlocul lunii martie 2010, în care va evalua șansele Greciei de a atinge ținta de deficit pentru acest an, de 8,7% din PIB. Pentru Grecia, stat al cărui deficit raportat la PIB este unul dintre cele mai mari din lume, redobândirea încrederii piețelor are o miză enormă. În caz de eșec, Grecia riscă să nu poată refinanța datorii de 20 miliarde euro scadente în aprilie și mai. În acel moment, guvernul de la Atena ar intra în incapacitate de plată, în caz că nu va obține un pachet de salvare.

Presa germană a dezvăluit zilele trecute faptul că Ministerul Finanțelor din Germania a pregătit un plan conform căruia statele membre din zona euro vor oferi Greciei ajutoare externe în valoare totală de 20-25 miliarde de euro. Contribuția fiecărei țări la pachetul de sprijin va fi calculată în funcție de participația deținută la capitalul Băncii Centrale Europene, iar ajutorul va fi organizat sub formă de împrumuturi și garanții, potrivit „aprecierilor inițiale”. Toate statele din zona euro vor contribui la program, iar Germania va acorda pe cont propriu 4-5 miliarde de euro, fonduri care urmează să fie gestionate de banca de stat KfW. Ajutorul va fi condiționat de obiective fiscale stricte, de care depinde eliberarea tranșelor către

statul elen. Guvernul condus de cancelarul Angela Merkel a respins ferm până acum orice tentativă de a promite ajutoare Greciei<sup>1</sup>, în pofida temerilor că problemele statului elen ar putea amenința stabilitatea monedei euro. Oficialii germani consideră, potrivit declarațiilor din ultimele zile, că tratarea cu indulgență a situației Atenei ar reduce presiunile asupra Greciei și alte state membre puternic îndatorate și cu probleme în sistemul finanțelor publice, precum Spania și Portugalia, de a-și reduce deficitele bugetare. Se pare că, în spatele ușilor închise însă, Berlinul a pregătit măsuri de intervenție dacă un program de *bailout* devine inevitabil.

Nimeni nu poate prevedea astăzi cu certitudine cum va evolua „criza grecească” și, mai ales, cum se vor sfârși evenimentele\*. Există câteva scenarii care au o probabilitate mai mică sau mai mare de materializare. O renunțare la moneda euro este în principiu posibilă, însă va determina, la nivelul țării, efecte economice negative semnificative, astfel încât este puțin probabilă. Această variantă poate fi însă luată în calcul numai în cazul unei reorganizări politice radicale a Greciei.

Un al doilea scenariu presupune ca țara să-și rezolve pe cont propriu problemele financiare, prin adoptarea unui program de austeritate multianual foarte dur. Această măsură este posibilă din punct de vedere economic, însă va fi foarte greu de implementat la nivel intern. În acest context, rămâne posibilitatea – cea mai probabilă – adoptării unor măsuri de redresare dure, dar nu atât de extreme, însoțite de sprijin puternic din partea Uniunii Europene și a Fondului Monetar Internațional, sau posibilitatea insolvenței, care ar antrena pierderi corespunzătoare de capital și o restructurare în ceea ce-i privește pe creditorii. Totodată se mai discută și despre acordarea în avans a celor 18 miliarde de euro ce revin Greciei din bugetul comunitar până în 2013 și de o posibilă intervenție a Băncii Europene de Investiții. Dar și despre fondul comun de criză al Uniunii, constituit pentru sprijinul statelor din afara zonei euro. Pentru aceasta, însă, vor trebui ușor modificate regulile jocului. Cel mai probabil însă, Grecia va adopta măsuri de redresare dure, dar nu extreme, cu sprijin din partea UE și FMI.

---

<sup>1</sup> Situația Greciei a pus-o pe Angela Merkel într-o poziție foarte nefericită. Cu o jumătate de miliard de euro dați pentru salvarea sistemului financiar și pentru stimularea economiei care nu a dat rezultate foarte mulțumitoare, Germania nu este foarte încântată să dea bani pentru alții. Asociația tinerilor Antreprenori a avertizat-o pe Merkel că implicarea Berlinului în haosul bugetar al Atenei ar fi fatală pentru Germania, mai ales pentru că, la un moment dat, și alte state din zona euro ar putea solicita ajutor.

\* **Update 24 februarie 2010.** Comisia Europeană (CE) a chemat miercuri în justiție Grecia, pe care o acuză că nu a reușit să recupereze ajutoarele de stat acordate ilegal mai multor sute de companii prin exonerări fiscale. Guvernul elen a scutit de la plata taxelor anumite companii cu activități variind de la producerea de mașini la minerit și pescuit. Comisia a decis, ulterior, că aceste măsuri încalcă legislația europeană.