

Adam Koronowski

Wyższa Szkoła Ekonomii, Prawa i Nauk Medycznych im. prof. Edwarda Lipińskiego w Kielcach

## Salda Target2 w Eurosystemie: ich źródła, skutki i perspektywy rozwiązania problemu

### Streszczenie

W artykule przedstawiono zagadnienia związane z działaniem systemu rozliczeń międzybankowych Target2 w strefie euro. Zaprezentowano źródła i konsekwencje wysokich sald oraz sformułowano wnioski w sprawie możliwości dokonania zmian w tym zakresie. Zaproponowano wykorzystanie doświadczeń amerykańskich. W artykule przedstawiono istotę i podstawowe właściwości systemu Target2, zwrócono uwagę na znaczny wzrost tych sald i znaczącą kumulację zobowiązań, omówiono powody szybkiego wzrostu sald w ostatnich latach i konsekwencje powyższego. Część opracowania poświęcono prezentacji sposobu prowadzenia rozliczeń między bankami federalnymi. Wskazano na brak możliwości korzystania z doświadczeń amerykańskich przez Eurosystem w obecnym kształcie. Autor artykułu doszedł do wniosku, że jedyną rozsądną strategią będzie czekanie na rozwój sytuacji, co znajduje odzwierciedlenie w biernym stanowisku EBC w zakresie omawianego problemu.

**Słowa kluczowe:** salda Target2, Europejski Bank Centralny, strefa euro, kryzys euro.

**Kody JEL:** E52, E58, F33, F34

### Wstęp

Od roku 2010 w literaturze ekonomicznej, w tym także na forach internetowych, toczy się niezwykle ożywiona dyskusja dotycząca oceny sald będących wynikiem działania systemu rozliczeń międzybankowych Target2 w strefie euro. W wyniku tych rozliczeń pojawiają się w bilansach narodowych banków centralnych Eurosystemu znaczne zobowiązania i należności odzwierciedlające nierównowagę w przepływie środków pieniężnych między gospodarkami poszczególnych krajów strefy euro i ich bankami centralnymi, określane jako bilanse lub salda Target2. Salda te znacznie wzrosły w okresie obecnego kryzysu, banki niektórych krajów, przede wszystkim Niemiec, skumulowały obce zobowiązania liczące setki miliardów.

Ocena tego stanu jest przedmiotem burzliwego sporu w środowisku ekonomistów zajmujących się bankowością centralną i strefą euro. Krytycy wysokich sald Target2 – wśród których wiodącą rolę odgrywa prof. Hans Werner Sinn – argumentują, że znajdujące się w bilansach banków centralnych krajów nadwyżkowych zobowiązania wynikające z systemu Target2 zagrażają poważnymi stratami, na które narażone są te banki i odpowiednio podatnicy krajów nadwyżkowych. Podnoszone są także argumenty, zgodnie z którymi owe zobowiązania stanowią kredyt automatycznie udzielany podmiotom krajów deficytowych,

ze szkodą dla gospodarek krajów nadwyżkowych. Kredyt ten udzielany jest na warunkach nierynkowych, co stanowi źródło niewłaściwej alokacji zasobów, międzynarodowej redystrybucji dochodu i braku twardego ograniczenia budżetowego wymuszającego przywrócenie równowagi płatniczej krajów deficytowych. Przeciwnicy takiego stanowiska starają się przedstawić argumenty oddalające powyższą krytykę; ich argumentacja spotyka się z kolei z negatywną oceną ekonomistów zaniepokojonych wysokimi saldami Target2. Elementem owej dyskusji jest odniesienie do sposobu prowadzenia rozliczeń w ramach FED, podobnie jak EBC/Eurosystem posiadającego strukturę federacyjną, na którą składają się banki federalne poszczególnych dystryktów, odpowiadające narodowym bankom centralnym w ramach Eurosystemu.

Burzliwość sporu jest zaskakująca, gdy wziąć pod uwagę, że chodzi o pozornie proste fakty odzwierciedlone w bilansach, a dyskusja nad ich oceną angażuje po obu stronach wybitnych ekonomistów, o uznanej pozycji w dziedzinie przedmiotu sporu.

Celem tego artykułu jest przedstawienie źródeł i konsekwencji wysokich sald Target2 oraz sformułowanie wniosków w sprawie możliwości rozwiązania problemu owych sald, w szczególności poprzez wykorzystanie doświadczeń amerykańskich. Cel ten determinuje strukturę artykułu. W pierwszej części autor przedstawia istotę i najważniejsze właściwości systemu Target2 oraz powody szybkiego wzrostu jego sald w ostatnich latach. W tym celu obszernie wykorzystuje głosy w toczącej się dyskusji, które mają istotne znaczenie dla wyczerpującej interpretacji omawianych sald. W kolejnej części artykułu omawia konsekwencje wysokich sald Target2, zaznaczając linie toczącego się w tej sprawie sporu. Ostatnia część poświęcona jest prezentacji sposobu prowadzenia rozliczeń między bankami federalnymi dystryktów poprzez Interdistrict Settlement Account, jako postulowanego wzorca zmiany systemu rozliczeń w Eurosystemie. W tej części autor wskazuje, że doświadczenia amerykańskie nie są możliwe do zastosowania w Eurosystemie w obecnej sytuacji. Również inne przytoczone pomysły rozwiązania problemu wysokich sald Target2 są nierealistyczne. Prowadzi to do wniosku, że jedyną możliwą strategią jest schowanie głowy w piasek i czekanie na poprawę sytuacji. To wyjaśnia bierne stanowisko EBC w omawianej sprawie, banków centralnych i rządów krajów strefy euro. Salda od sierpnia 2013 roku systematycznie spadają; można żywić nadzieję, że kontynuacja tego trendu będzie stanowiła rozwiązanie problemu. Trzeba jednak też zauważyć, że taki rozwój wypadków wciąż obciążony jest znaczną niepewnością, a błędy w konstrukcji Eurosystemu, które ujawniły się w postaci sald Target2, nie zostały usunięte.

## **Salda Target2 – istota i przyczyny ich wzrostu w okresie kryzysu**

Początkowo za pomocą systemu Target rozliczano tylko znaczne płatności. Banki komercyjne posiadały własne krajowe systemy rozliczeń. Salda Target odzwierciedlały nie-

zbilansowane płatności międzynarodowe. Po roku 2007, gdy utworzono system Target2, zostały nim objęte drobniejsze płatności. To zmieniło całkowitą wartość rozliczanych kwot, ale nie zmieniło istoty sald i nie wpłynęło istotnie na ich wielkość. Wzrost sald nastąpił dopiero w wyniku zmiany sytuacji gospodarczej po 2008 roku (por. Sinn, Wollmershaeuser 2012, s. 8). Ze względu na brak wpływu formalnych zmian systemu na salda, Sinn stosuje do wszystkich okresów określenie Target, rezygnując z nazwy Target2, w cytatach zachowano to nazewnictwo.

System Target2 jest wykorzystywany także przez banki państw UE spoza strefy euro, w ich przypadku nie jest jednak możliwe utrzymywanie ujemnych sald.

Salda Target2 powstają w wyniku działania systemu rozliczeń międzybankowych w strefie euro (systemu Target2). Ich powstawanie najlepiej wyjaśnić na prostym przykładzie. Jeśli grecki podmiot przekazuje środki pieniężne za granicę, np. dokonuje płatności na rzecz niemieckiego kontrahenta, to składa odpowiednie zlecenie w swoim banku w Grecji, zmniejszając w ten sposób kwotę na swoim rachunku prowadzonym przez ów bank. Ten z kolei przekazuje zlecenie Greckiemu Bankowi Centralnemu, co skutkuje spadkiem stanu jego rachunku w banku centralnym. Bank centralny Grecji przesyła zlecenie do Bundesbanku, który dopisuje odpowiednią kwotę na rachunku banku niemieckiego kontrahenta, ten zaś zapisuje ją na rachunku końcowego adresata płatności. W ten sposób transakcja zostaje rozliczona między wszystkimi jej stronami z wyłączeniem banków centralnych: w wyniku opisanej procedury w powyższym przykładzie Bank Centralny Grecji powiększył swoje zobowiązania wobec Bundesbanku. Te właśnie takie zobowiązania między bankami centralnymi tworzą salda Target2. Zasadniczą cechą owych sald, o podstawowym znaczeniu w dyskusji nad ich oceną, jest brak jakiegokolwiek procedury rozliczania (wyrównywania, spłacania) sald w stosunkach między narodowymi bankami centralnymi strefy euro. Salda podlegają jedynie procedurze *clearingowej*, przy czym drugą stroną zarówno zobowiązań, jak i należności staje się EBC.

„Salda Target przez długi czas pozostawały niezauważone, ponieważ nie są one wykazane w bilansie EBC, gdyż zerują się w ramach Eurosystemu. (...) Mogą one być jednak odszukane, chociaż w sposób dość mozolny, w bilansach narodowych banków centralnych jako „zobowiązania i należności w ramach Eurosystemu”. Ponadto mogą być znalezione w bilansach płatniczych, gdzie są wykazane jako przepływy na rachunku finansowym w pozycji >>Inne transakcje finansowe z nierezydentami<<”. (Sinn, Wollmershaeuser 2012, s. 2).

Salda Target2 mają w zasadzie charakter stosunków kredytowych, z jednej strony stanowiąc zobowiązania, z drugiej zaś – należności. Bank centralny posiadający dodatnie saldo (należności) udziela tym samym poprzez Eurosystem kredytu krajom deficytowym. Salda systemu Target2 są oprocentowane; oprocentowanie jest równe podstawowej stopie refinansowej EBC. Jednocześnie jednak niejasny prawny status sald Target2, brak wymogu ich spłaty oraz podział uzyskiwanych dochodów odsetkowych między krajowymi bankami cen-

tralnymi Eurosystemu w proporcji do ich kapitału w EBC, zgodnie z zasadą dotyczącą renty emisyjnej (*socialization*), istotnie różnią te salda od normalnych stosunków kredytowych.

Nabycie należności Target2 można traktować w kategoriach bilansu płatniczego, jako oficjalny (publiczny) przepływ kapitału. Ten „eksport kapitału” pozwala na sfinansowanie w pewnym stopniu deficytu płatniczego krajów, które mają ujemne salda Target2, stanowi bowiem zagraniczne źródło finansowania albo importu towarów, za które płatność dokonywana jest ze środków pochodzących z rachunków w bankach kraju importera, albo zakupu zagranicznych aktywów z tychże środków. To zagadnienie jest źródłem licznych nieporozumień i wymaga nieco dokładniejszego wyjaśnienia.

Zakupy towarów, usług i aktywów powodują powstawanie ujemnych pozycji w saldach Target2. Gdyby te zakupy dokonywano ze środków pochodzących np. z prywatnych kredytów zagranicznych, towarzyszyłyby im dodatnie pozycje i saldo dla stosownych transakcji ulegałoby zerowaniu. Jeśli transakcjom zakupu nie towarzyszy odpowiedni napływ środków z zagranicy, salda się nie wyrównują, odpływ środków z rachunków krajowych, np. z kredytu uzyskanego w banku krajowym, przewyższa napływ środków z zagranicy. Zagraniczny (w przykładzie – niemiecki) kontrahent otrzymuje w takim przypadku płatność w euro – pieniądz ten pochodzi z jego własnego banku centralnego, który w zamian nabył zobowiązania zagranicznego (tutaj: greckiego) banku centralnego. Te zobowiązania między bankami centralnymi, będące saldami Target2, stanowią zatem międzynarodowy kredyt/przepływ kapitału publicznego. Oczywiście niemiecki kontrahent, ani niemiecki bank komercyjny, nie jest tu kredytodawcą, wszelkie ich należności zostały pokryte przez Bundesbank. Uzyskane środki niemiecki dostawca może w każdej chwili przeznaczyć na zakupy za granicą – tak długo, jak tego nie robi, jego bank centralny w stosownym stopniu pozostaje wierzycielem zagranicznego banku centralnego (ostatecznie EBC). Również grecki importer nie jest kredytobiorcą w stosunku do podmiotu zagranicznego, gdy dokonał płatności z własnych środków na rachunku krajowym. Zauważmy jednak, że środki te mogą pochodzić z krajowego kredytu bankowego, którego drugą stroną jest wzrost podaży pieniądza – wówczas podaż pieniądza w Grecji rośnie. Następnie przez płatność za granicę odpowiednia część zasobu pieniądza jest unicestwiona w Grecji, pojawia się zaś w Niemczech. Temu wzrostowi podaży pieniądza w Niemczech odpowiada wzrost należności Bundesbanku, co właśnie określa kredytowy charakter całej transakcji. Mówiąc najprościej do Grecji trafiają Mercedesy w zamian za zobowiązania Banku Centralnego Grecji wobec Bundesbanku (a ostatecznie Eurosystemu). Problem staje się szczególnie jaskrawy, gdy Bank Centralny Grecji ma znaczną swobodę w kreowaniu poprzez krajowy system bankowy międzynarodowego pieniądza, który wykorzystywany w transakcjach z zagranicą staje się źródłem jego zobowiązań wobec innych narodowych banków strefy euro; do kwestii tej powrócimy nieco dalej.

Sinn i Wollmershaeuser (2012, s. 2) zwracają uwagę, że ze względu na to, iż banki centralne należą do rządów, zobowiązania z tytułu systemu Target2 stanowią dług publiczny, choć oficjalnie nie zaliczają się do niego. Kwestia prawnego statusu tego długu jest złożona

i ma zupełnie odmienny charakter niż np. zobowiązania wynikające z obligacji skarbowych, a więc rzeczywiście stanowi on dług publiczny tylko w znaczeniu nieformalnym. W części trzeciej tego artykułu będzie mowa o propozycjach rozwiązania problemu sald Target2, które przewidują przejęcie zobowiązań z tytułu tych sald bezpośrednio przez rządy, co oczywiście ostatecznie nadawałoby im charakter długu publicznego zgodnie z oficjalną metodologią.

Naturalnie ów międzynarodowy, oficjalny przepływ kapitału w ramach Target2 nie wymaga żadnego gromadzenia środków na udzielenie kredytu. Środki na płatność zostały wygenerowane poprzez system bankowy kraju importera.

Banki centralne nie mają żadnej możliwości odmowy udzielenia takiego „międzynarodowego kredytu”. Jest on udzielany całkowicie automatycznie poprzez system rozliczeń Target2. Salda tego systemu odzwierciedlają deficyty/nadwyżki w bilansach płatniczych, które wynikają z transakcji niezbilansowanych poprzez zwyczajne, prywatne stosunki rynkowe lub inne oficjalne przepływy, włączając w to np. środki pomocowe. Sytuacja ta przypomina wzrost/spadek oficjalnych rezerw walutowych w systemie kursu sztywnego, tutaj wszakże obowiązuje pełen automatyzm, a wielkość finansowanych w ten sposób deficytów nie podlega żadnemu ograniczeniu, ujemne salda Target2 nie są spadkiem ograniczonych oficjalnych rezerw walutowych lecz w zasadzie nieograniczonym wzrostem zobowiązań.

Zasady Target2 przypominają zatem nawet bardziej system z Bretton Woods z dolarem jako walutą kluczową, niż system kursów sztywnych. Jak w systemie z Bretton Woods Stany Zjednoczone, tak w Eurosystemie kraje deficytowe, także mają zgoła nieograniczone możliwości pokrywania swoich deficytów pieniądzem kreowanym przez krajowy system bankowy; paradoksalnie to Grecja w największym stopniu staje się krajem emitującym pieniądź rezerwowy (Kohler 2012). Nie istnieje żaden limit zobowiązań z tytułu Target2, które poszczególne narodowe banki centralne mogą zakumulować, a zobowiązania te mogą być utrzymywane bezterminowo, gdyż nie określono żadnego terminu ich spłaty (Garber 2010). Oczywiście system z Bretton Woods ujawnił wreszcie swoje ograniczenia, gdy de Gaulle zażądał od Sanów Zjednoczonych wymiany dolarów na złoto. Chociaż od Grecji (lub EBC) kraje nadwyżkowe niczego nie mogą zażądać w zamian za zobowiązania Target2, to wszakże nie oznacza, że system ten nie napotka na ograniczenia natury politycznej, zwłaszcza, że „w przeciwieństwie do systemu z Bretton Woods kraje nadwyżkowe ponoszą znaczne ryzyko akumulując „zagraniczne rezerwy”, które są zagrożone niewypłacalnością władz publicznych krajów deficytowych” (Kohler 2012). Burzliwa dyskusja o saldach jest zapewne pierwszym tego przejawem.

Właściwością systemu rozliczeń Target2 jest międzynarodowy transfer płynności. Odnosząc się do wcześniejszego przykładu autor niniejszego artykułu przyjmuje, że grecki bank komercyjny udziela swojemu klientowi kredytu, który jest refinansowany w banku centralnym; w ten sposób w Grecji następuje zwiększenie bazy monetarnej. Płatność na rzecz niemieckiego eksportera oznacza zmniejszenie stanu na rachunku klienta banku ko-

mercynego oraz zmniejszenie stanu rachunku banku komercyjnego w banku centralnym – pieniądź banku centralnego (baza monetarna) ulega w Grecji w stosownym stopniu unicestwieniu. Bank centralny Grecji w procesie transferu środków za granicę w miejsce zobowiązań wobec banku komercyjnego (stanowiących bazę monetarną) przyjął zobowiązania wobec niemieckiego banku centralnego. Po stronie niemieckiej otrzymana płatność oznacza wzrost po stronie aktywów banku centralnego (zobowiązanie banku Grecji) oraz wzrost pasywów (należności banków komercyjnych na rachunkach w Bundesbanku); w Niemczech płynność – zasób pieniądza banku centralnego – *ceteris paribus* rośnie. Jak to formułują Sinn i Wollmershaeuser (2012, s. 8), „ujemne saldo Target jest z definicji odpływem netto pieniądza, jako środka płatności za zakupy netto towarów i/lub aktywów”. Podobne znaczenie w stosunku do sald Target2 mają zmiany w bilansowych pozycjach narodowych banków centralnych odpowiadających emisji banknotów. W tym artykule autor pomija zagadnienie, uznając je za wtórne, szerzej jest omówione przez Whittakera (2011b) oraz Jobsta (2011).

Teoretycznie, przy spełnieniu pewnych warunków, mechanizm ten mógłby oznaczać automatyczne przywracanie równowagi, jak w systemie waluty złotej. Warunki takie jednak nie są spełnione: płynność w Grecji nie spada, a stopy procentowe nie rosną tak długo, jak banki komercyjne mają zdolność dalszego refinansowania się w banku centralnym realizującym politykę pieniężną w ramach Eurosystemu; także tutaj widać analogię do systemu z Bretton Woods i braku ograniczenia dla Stanów Zjednoczonych, jako kredytobiorcy finansującego się za pomocą emisji własnego pieniądza. W tej sytuacji w Niemczech podaż pieniądza nie musi koniecznie rosnać; przy danej stopie procentowej, określonej polityką EBC, popyt na pieniądź banku centralnego jest w rosnącym stopniu zaspokajany ze źródeł zagranicznych, co sprawia że banki komercyjne zmniejszają refinansowanie przez operacje otwartego rynku lub wręcz zwiększają swoje depozyty w banku centralnym. Obszerną analizę sytuacji, w której banki centralne krajów deficytowych dysponują pieniędzmi „maszynami drukarskimi”, a banki krajów nadwyżkowych stosują „niszczarki pieniędzy” zawiera (Sinn, Wollmershaeuser 2012). Oczywiście skutki są dalekie od zamierzonych, a nawet przewidywanych w okresie tworzenia Eurosystemu. Sauer (2012) odnotowuje, że „w trakcie debaty nad saldami Target w ramach Eurosystemu stało się jasne (...), że coraz większa część podaży pieniądza kreowanej kredytem (dwie trzecie w końcu 2010 r.) pochodzi z emisji w Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii”.

Istotne ograniczenie tej kreacji płynności w krajach deficytowych oznaczałoby poważny, czy raczej jeszcze bardziej poważny, kryzys finansowy; to właśnie praktycznie nieograniczona możliwość kreacji pieniądza w krajach deficytowych pozwala uniknąć jeszcze ostrzejszych form kryzysu. Nie bez powodu problem sald Target2 pojawił się po roku 2007. Wzrost owych sald nie jest jednak wyłącznie wynikiem rozwoju sytuacji gospodarczej, lecz także skutkiem świadomych działań z zakresu polityki pieniężnej w trakcie kryzysu.

W okresie przed obecnym kryzysem finansowo-gospodarczym salda Target2 utrzymywały się na stosunkowo niewysokim poziomie nie wzbudzając poważnych kontrowersji.

Sytuacja zmieniła się radykalnie w ostatnich latach. „Kiedy ustanowiono system Target, zakładano, że wszelkie nierównowagi będą nieznaczące. Według relacji uczestników ówczesnego procesu tworzenia systemu, przeważała wiara, że bilanse będą się w zasadzie zerować w ciągu dnia, więc nie dostrzegano potrzeby ustanowienia jakiegokolwiek mechanizmu pozwalającego na unikanie braku równowagi. Kredyty Target miały mieć charakter krótkoterminowych zobowiązań (...) pozwalających na wygładzenie przebiegu transakcji pieniężnych. Rzeczywiście kredyty te były bardzo niskie (...) aż do wybuchu kryzysu finansowego latem 2007 roku” (Sinn, Wollmershaeuser 2012, s. 8).

Łączna wartość zobowiązań z tytułu rozliczeń Target2 bezpośrednio przed kryzysem była równa wartości ok. 2% PKB strefy euro, zaś w końcu 2011 roku sięgnęła 8,7% PKB. W kategoriach bezwzględnych zobowiązania te wyniosły w tym czasie blisko 800 mld euro. W styczniu 2012 roku należności Bundesbanku opiewały na kwotę 547 mld euro, a należności banku centralnego Holandii na 171 mld euro (Sinn 2012). W październiku 2012 roku wartość sald Target 2 Sinn (2012b) wyliczył już na około 1 biliona euro. Wzrostowi należności krajów deficytowych towarzyszył w trakcie kryzysu gwałtowny przyrost zobowiązań banków centralnych krajów deficytowych, przede wszystkim Grecji, Irlandii i Portugalii (por. Garber 2010). W przypadku Grecji dług ten stanowił 44% PKB, Irlandii – 76% PKB, Portugalii – 35% PKB oraz istotnie mniej w przypadku Hiszpanii (6% PKB) i Włoch (3% PKB) (Sinn, Wollmershaeuser 2012, s. 2). W drugiej połowie 2013 r. salda zaczęły spadać. Według danych Institute of Empirical Economic Research, Univeristy of Osnabruck (2014) dodatnie saldo Bundesbanku osiągnęło najwyższy poziom w sierpniu 2012 r. – 751 mld euro. W tym samym okresie ujemne saldo Grecji spadło z 108 mld do 51 mld euro, saldo Hiszpanii – z 432 mld do 221 mld euro, a nadwyżka Holandii spadła ze 125 mld w sierpniu 2012 r. do 46 mld w grudniu 2013 roku. Łączne saldo spadło z ok. 1056 mld w sierpniu 2012 r. do 688 mld euro w grudniu 2013 r. Dane te świadczą, iż bierna wobec sald Target2 strategia obliczona na poprawę sytuacji w strefie euro, zmniejszenie nierównowag oraz samoczynny spadek sald Target2, okazuje się dość skuteczna. Nie zmienia to faktu, że strategia ta – jak argumentuje się poniżej – była pozbawiona jakiejkolwiek alternatywy w postaci programu aktywnego rozwiązania problemu, a poprawa sytuacji i samoczynny spadek sald były – i ciągle w dużym stopniu pozostają – obarczone znaczną niepewnością.

Jak zaznaczono wcześniej, wzrost sald Target2 wynikał nie tylko z nowych okoliczności gospodarczych właściwych kryzysowi po roku 2007, lecz także ze sposobu prowadzenia przez EBC polityki pieniężnej.

Sinn i Wollmershaeuser (2012, s. 12) w następujący sposób przedstawiają zarówno okoliczności, jak też spowodowaną nimi ewolucję polityki EBC: „Przyczyną nadmiernego przyrostu kredytu refinansującego udzielanego przez banki centralne krajów GIPS (Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania) był oczywiście kryzys finansowy. Z powodu konwersji stóp procentowych w wyniku wprowadzenia euro, a także z tego powodu, że regulacje bazylejskie pozwalały bankom komercyjnym utrzymywać skarbowe obligacje przy zerowej wadze

ryzyka (...) kapitał przez lata napływał w sposób niezachwiany do południowych i zachodnich peryferii strefy euro, wyzwalając inflacyjną presję w tych krajach. Napływ kapitału ustał, gdy kryzys w Ameryce skłonił inwestorów do należytej oceny ryzyka. Rynkowe stopy procentowe dla aktywów krajów GIPS wzrosły, gdyż inwestorzy żądali wyższej premii za ryzyko w stosunku do bezpiecznych niemieckich obligacji rządowych. W tej sytuacji dla banków komercyjnych krajów GIPS możliwość uzyskania nisko oprocentowanego kredytu z ich własnych banków centralnych stała się bardzo atrakcyjna. EBC podsycał takie pożyczki obniżając podstawową stopę refinansową z 4,25% w październiku 2008 roku do ledwie 1% w maju 2009 roku oraz poprzez przyjęcie zasady nieograniczonych kwotowo operacji otwartego rynku (*full-allotment policy*) od października 2008 roku. Nieograniczone kwotowo operacje zasilające oznaczały, że EBC był gotów przyznać bankom komercyjnym tyle kredytu o zapadalności do jednego roku, ile one chciały, pod warunkiem, że banki posiadały odpowiednie instrumenty akceptowane jako zastaw w operacjach otwartego rynku (*collateral*). W dodatku EBC systematycznie obniżał wymagania odnoszące się do tych instrumentów” (Sinn, Wollmershaeuser 2012, s. 20).

Wprawdzie EBC wstrzymał przeprowadzanie operacji otwartego rynku z tymi greckimi i irlandzkimi bankami, których kapitał był poniżej dostatecznego, wymaganego poziomu lub które nie dysponowały odpowiednimi instrumentami, możliwymi do wykorzystania w operacjach otwartego rynku, jako zabezpieczenie banki te znalazły się jednak pod płaszczem nadzwyczajnego, awaryjnego finansowania udzielanego autonomicznie przez krajowe banki centralne, tzw. *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), które przewiduje, w zamian za tworzone i wypływające na rynek euro EBC – jak pisze Gros (2010) w odniesieniu do Grecji – „gwarancje krajowego rządu, w tym przypadku rządu, który właśnie nie wywiązał się ze swoich zobowiązań wobec inwestorów prywatnych. W ten sposób Grecki Bank Centralny uzyskał licencję na drukowanie euro”.

W odniesieniu do ELA w Irlandii Sinn i Wollmershaeuser (2012, s. 20) stwierdzają, że „popyt na kredyt był tak duży, że dotknięte trudnościami banki komercyjne często nie były w stanie dostarczyć jakiegokolwiek zabezpieczenia. Z tego powodu Centralny Bank Irlandii udzielał tym bankom krótkoterminowych pożyczek nadzwyczajnych („awaryjnych”, *Emergency Liquidity Assistance*, ELA) szacowanych w sierpniu 2011 r. na 56 miliardów euro. Ponieważ oprocentowanie tych kredytów jest od 2 do 3% wyższe niż bieżące oprocentowanie standardowych operacji otwartego rynku, zainteresowanie nimi może być wyjaśnione wyłącznie obniżeniem wymagań odnośnie do zabezpieczenia ze strony banku centralnego Irlandii”.

Tak szeroki zakres autonomii narodowych banków centralnych w Eurosystemie, gdzie banki te mają w zasadzie nieograniczone możliwości samodzielnego kreowania euro – a im trudniejsza sytuacja ogólna i im gorsza sytuacja odpowiednich gospodarek, tym swoboda stawała się większa – stanowi bardzo ważną, niezbyt powszechnie zrozumianą właściwość Eurosystemu. Jak pisze Sauer (2012), „Większość (niemieckich) ekonomistów postrzega-



ła EBC jako kopię Bundesbanku (...) wydawała się być nieświadoma wysokiego stopnia decentralizacji w Eurosystemie (...). Szczególnie mocnej krytyce powinien być poddany brak kontroli EBC nad emisją pieniądza przez narodowe banki centralne”. Dodajmy, iż ów brak kontroli był, jak już to zaznaczono wyżej, w pełni zamierzonym posunięciem, które miało na celu zapobieżenie dalszemu zaostrzaniu kryzysu finansowego. Swobodna kreacja euro w systemach bankowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem pozwalała uniknąć jeszcze ostrzejszych jego form. W ten sposób rozprężenie polityki pieniężnej w strefie euro wspierało programy pomocowe.

Na zasadniczą rolę możliwości uzyskiwania finansowania przez ujemne salda Target2 w porównaniu z opiewającymi na skądinąd wielkie kwoty programami pomocowymi, zwracają uwagę Sinn i Wollmershaeuser (2012, s. 3): „kwota kredytów Target wykorzystanych przez kraje GIPS (...) znacznie przewyższyła oficjalne pożyczki przyznane im łącznie przez kraje strefy euro. Do lipca 2011 roku Grecja otrzymała 65 mld euro od krajów unii monetarnej i MFW; Irlandia i Portugalia uzyskały odpowiednio 25,9 mld i 30,3 mld euro w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności Finansowej (EFSM) i Europejskiego Finansowego Instrumentu Stabilności (EFSF). W sumie oficjalna pomoc strefy euro wyniosła 172 mld euro. Dla porównania kredyty Target udzielone przez Bundesbank wyniosły 450 mld euro”. Wg Whittakera (2011a) w przypadku Irlandii finansowanie przez ujemne salda Target2 „jest zarówno znacznie wyższe niż pomoc z EFSF (146 mld euro wobec 67 mld) i znacznie tańsze (1% wobec 5%)”. Pewne rozbieżności kwot w tych cytatach wynikają z odmiennego okresu oraz różnego, zmiennego w czasie statusu przyznanych kwot pomocy uwzględnionych w obu opracowaniach. Cytaty powyższe wskazują na zasadnicze relacje między oficjalną pomocą oraz ujemnymi saldami Target2; obszerna, statystyczna analiza owej relacji nie jest przedmiotem tego artykułu.

To automatyczne – choć w sposób świadomie ułatwiony – udzielanie ogromnej pomocy o charakterze publicznym (tworzącej zobowiązania i należności publiczne) dokonywało się (i dokonuje) całkowicie poza demokratyczną kontrolą parlamentów lub choćby rządów.

Pomoc ta pozwalała złagodzić kryzys w zakresie kilku jego aspektów. Przede wszystkim zapewniała łatwiejsze refinansowanie długu i finansowanie deficytów publicznych. Według Garbera (2010) dzięki mechanizmowi Target2 „rząd kraju strefy euro mógłby (...) kontynuować finansowanie swoich wydatków poprzez EBC nawet wtedy, gdy nie mógłby sprzedać na rynku nowych obligacji ze względu na obawy o jego niewypłacalność. W takim scenariuszu rząd mógłby sprzedać te obligacje lokalnemu bankowi, który uzyskuje finansowanie z EBC za pośrednictwem narodowego banku centralnego z wykorzystaniem owych obligacji, jako zabezpieczenia uzyskanego kredytu. Rząd mógłby wykorzystać uzyskane fundusze do spłaty prywatnych kredytodawców za granicą niezainteresowanych rolowaniem udzielonych kredytów. W ten sposób EBC zastępuje dotychczasowych kredytodawców rządu oraz finansuje bieżące deficyty w sposób pośredni poprzez zabezpieczenie przyjmowane przez narodowy bank centralny”.

W tym kontekście warto zauważyć, że salda Target2 stanowią wielokrotność nie tylko pomocy udzielanej ze środków EFSM i EFSF, lecz także interwencyjnych zakupów obligacji skarbowych dokonywanych przez EBC na rynku wtórnym, w ramach niezwykle kontrowersyjnego programu SMP (*Securities Market Programme*). W lutym 2013 roku wartość nabytych w związku z SMP wymagalnych obligacji wynosiła 218 mld euro (EBC, 2013) (niewiele wiadomo o zakupach na podstawie jeszcze bardziej kontrowersyjnej stałej możliwości nieograniczonych kwotowo zakupów obligacji w ramach instrumentarium EBC od września 2012 r., po zamknięciu programu SMP, według obecnie dostępnych informacji nie zostały one jednak dotychczas podjęte).

Możliwość zgoła nieograniczonego powiększania zobowiązań w ramach sald Target2 przy niezwykle ułatwionym dostępie banków komercyjnych do międzynarodowej płynności ułatwia także – z jednej strony – utrzymanie płynności przez banki komercyjne i uniknięcie ostrej formy kryzysu bankowego, z drugiej zaś – umożliwia płynny transfer za granicę środków z tytułu odpływu kapitału (oraz deficytów obrotów bieżących), co pozwala uniknąć utraty przez kraj międzynarodowej płynności, mimo zasadniczej nierównowagi płatniczej, słusznie utożsamianej z kryzysem płatniczym w przypadku kilku krajów strefy euro (Koronowski 2011; Sinn 2012a; Reeh 2012). Według Garbera (2010) „jeśli bank nie dysponuje wystarczającymi depozytami w narodowym banku centralnym w obliczu wycofywania funduszy w celach ich transferu w kraju lub za granicę, może on skorzystać z wygodniowych lub dłuższych instrumentów refinansujących EBC. (...) Wówczas zagraniczne płatności są dokonane poprzez Target2. (...) W ten sposób EBC może sfinansować ucieczkę kapitału za granicę przy obowiązującym oprocentowaniu na poziomie 1%. To może trwać dopóty, dopóki krajowe banki mają instrumenty akceptowane jako zabezpieczenie przez EBC”, a w ramach ELA nawet wówczas, gdy banki stosownego zabezpieczenia nie posiadają. Przykład takiego finansowania ucieczki kapitału omawiają (Sinn, Wollmershaeuser 2012, s. 3): „Poczynając od lipca 2011 roku, kiedy rynki ogarnął niepokój o sytuację tego kraju, (...) Włochy stały się dłużnikiem w systemie Target. Saldo Target Banku Włoch spadło o 110 miliardów euro w trzy miesiące” między czerwcem a wrześniem.

Przepływy kapitału miały niekiedy wielostronny charakter, co dobrze ukazuje poniższy przykład: „Podczas kryzysu francuskie banki częściowo wycofały się ze krajów południa (...), a holenderskie i niemieckie banki następnie zmniejszyły zaangażowanie w bankach francuskich, które dłużej nie potrzebowały już ich środków. Banki holenderskie i niemieckie ulokowały swoje fundusze w swoich bankach centralnych czy też, co jest równoważne, zmniejszyły wykorzystanie refinansowania w bankach centralnych. Podwójny odpływ kapitału (z południa do Francji i z Francji do Holandii i Niemiec) nie zmienił istotnie francuskiego salda Target, ale wywołał (w systemie Target2 – przyp. aut.) powstanie należności niemieckich i holenderskich oraz zobowiązań krajów południa. W konsekwencji w Holandii i Niemczech należności od francuskiego systemu bankowego wcześniej posiadane przez prywatne instytucje (...) zostały zastąpione poprzez nowe należności od holenderskiego

banku centralnego i Bundesbanku (rezerwy w bankach centralnych – przyp. aut.) lub poprzez spadek zobowiązań wobec banków centralnych z tytułu kredytu refinansowego; jednocześnie banki centralne same uzyskały należności od EBC” (Sinn 2012b).

Przykład ten wyraźnie wskazuje, że należności banków centralnych krajów mających znaczne dodatnie salda Target2 nie muszą wynikać z transakcji przeprowadzanych bezpośrednio z krajami deficytowymi. W przykładzie należności Bundesbanku wcale nie wynikają z płatności pochodzących z centralnego banku Grecji, lecz z banku Francji. W każdym przypadku pochodzenie owych należności/zobowiązań traci znaczenie wobec faktu, że drugą stroną długu, którym są salda Target2, w stosunkach z narodowymi bankami centralnymi jest ostatecznie EBC.

Narastanie sald było wynikiem wzmożonego braku równowagi w przepływach środków pieniężnych między systemami bankowymi krajów członkowskich strefy euro. Sytuacja ta odzwierciedlała spadek możliwości uzyskiwania rynkowego, zagranicznego finansowania deficytów obrotów bieżących – spadek napływu kapitału prywatnego przy rosnących deficytach, a w pewnych przypadkach także znaczny, niekiedy gwałtowny, odpływ kapitału. Środki pomocowe nie zamykały tej luki. Finansowanie deficytów obrotów bieżących i ucieczki kapitału saldami Target2 było możliwe dzięki rozluźnieniu kontroli nad emisją pieniądza przez narodowe banki centralne. Możliwość finansowania przez rosnące salda Target2 pozwalała złagodzić przejawy kryzysu w strefie euro w jego aspektach fiskalnym, bankowym i płatniczym, w efekcie przyniosła jednak także ujemne skutki i zagrożenia. Dyskusja poświęcona tym negatywnym skutkom jest przedmiotem kolejnej części artykułu.

## Negatywne konsekwencje rosnących sald Target2

Podstawowym negatywnym skutkiem wysokich sald Target2, eksponowanym w literaturze, jest ryzyko poniesienia strat przez narodowe banki centralne krajów nadwyżkowych, a zatem przez ich władze publiczne i podatników. Straty takie pojawiłyby się w przypadku niewypłacalności i wyjścia ze strefy euro krajów deficytowych.

Autor artykułu podkreśla, że same podstawy wskazania ryzyka mogą budzić pewne wątpliwości. Otóż salda Target2 nie muszą być w żadnym czasie i w żaden sposób spłacone. Jak już podkreślano wcześniej, w odróżnieniu choćby od systemu z Bretton Woods czy od ISA (o nim będzie mowa w dalszej części), banki centralne nie mogą żądać spłaty owych sald w żadnej postaci. Można jedynie żywić nadzieję, że wielkość tych sald zmniejszy się, na co jednak banki centralne krajów nadwyżkowych nie mają żadnego wpływu, a dotychczasowa polityka EBC, jak wskazano wcześniej, powodowała ich wzrost. W tym świetle trudno oczywiście mówić zupełnie ściśle o ryzyku odmowy spłaty sald Target2; jest to raczej ryzyko konieczności odpisania tych aktywów, co oznacza utratę hipotetycznej możliwości

zmniejszenia stanu owych należności w wyniku przyszłych procesów odzwierciedlonych w międzynarodowym przepływie pieniądza.

Zobowiązania i należności z tytułu sald Target2 są zobowiązaniami lub należnościami narodowych banków centralnych wobec EBC. Niewypłacalność kraju posiadającego ujemne saldo i jego wystąpienie ze strefy euro oznaczałoby zapewne odmowę dalszego honorowania zobowiązań Target2. Ponieważ są to zobowiązania wobec EBC, wynikająca stąd strata jest stratą EBC, zmniejszającą jego kapitał. Na każdy z krajów strefy euro przypada proporcjonalna do jego udziału w kapitale EBC część owej straty, będąca z kolei zmniejszeniem kapitałów narodowych banków centralnych. W takim przypadku ryzyko, np. dla Bundesbanku i Niemiec, nie wynika z wielkości dodatniego salda Target2 niemieckiego banku centralnego, lecz z wielkości ujemnego salda kraju, który może wystąpić ze strefy euro i odmówić honorowania zobowiązań oraz z udziału Bundesbanku w kapitale EBC. Kraje posiadające ujemne salda również poniosłyby straty.

Według Sinna i Wollmershaeusera (2012), „jeśli katastrofa dotknęłaby wszystkie kraje GIIPS (Grecję, Irlandię, Włochy, Portugalię i Hiszpanię – przyp. aut.), Niemcy poniosłyby stratę w proporcji do ich udziału w kapitale EBC, tzn. w wysokości ok. 43% z 650 miliardów zobowiązań krajów GIIPS (na koniec 2011 roku), czyli ok. 277 miliardów euro. Francja, podobnie, poniosłaby stratę w wysokości 32%, czyli 208 miliardów euro”.

Z takim ujęciem wiąże się jednak zasadniczy problem; straty w tej skali oznaczałyby nie tylko całkowitą utratę kapitału EBC, lecz także konieczność jego ogromnego dokapitalizowania – kapitał i rezerwy EBC wynoszą ok. 82 mld euro. Samo ponowne ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję obejmującą restrukturyzację jej długu w posiadaniu EBC stawiałoby ten bank w sytuacji niewypłacalności (zasadniczej utraty kapitału, oznaczającej brak pokrycia posiadanymi aktywami bazy monetarnej). Autor artykułu nie rozwija systematycznie kwestii uzasadnienia pokrycia bazy monetarnej aktywami banku centralnego oraz konieczności posiadania przez bank centralny odpowiedniego kapitału; dobrym opracowaniem poświęconym temu zagadnieniu jest publikacja Sauera (2012).

Według raportu Open Europe (2011) „EBC w wyniku wspierania greckiego państwa i greckich banków skupił około 190 mld euro greckich aktywów. Gdyby Grecja musiała zrestrukturyzować połowę swojego długu – co jest konieczne dla przywrócenia trwałej wypłacalności – EBC poniósłby straty między 44,5 mld a 65,8 mld euro na zakupionych obligacjach skarbowych oraz na zabezpieczeniu przyjętym od banków greckich. To odpowiada od 2,35% do 3,47% aktywów i oznacza niemalże wyczerpanie bazy kapitałowej EBC (...). Strata w tej wysokości oznaczałaby w praktyce niewypłacalność EBC i konieczność dokapitalizowania”.

Zagrożenie kapitału EBC i kapitałów narodowych banków centralnych oraz finansów publicznych potencjalnie narażonych na konieczność ich dokapitalizowania wynika nie tylko z wysokiego lewarowania działalności EBC (por. Open Europe 2011), lecz przede

wszystkim z niskiej jakości aktywów Eurosystemu, co jest skutkiem zarówno skupowania śmieciowych obligacji publicznych w ramach programu SMP, jak też bardzo niskich standardów dotyczących wymaganego zabezpieczenia w transakcjach otwartego rynku, szczególnie w przypadku krajów najbardziej dotkniętych kryzysem.

Dodajmy do tego, że zabezpieczenie bazy monetarnej – emisji euro – aktywami EBC tylko pośrednio następuje przez aktywa przyjęte przez banki narodowe w operacjach otwartego rynku i związek ten może zostać zerwany w przypadku wystąpienia kraju ze strefy euro. Należności EBC z tytułu sald Target2 nie są w wiążący prawnie sposób powiązane z – choćby słabym – zabezpieczeniem operacji otwartego rynku prowadzących do wskazanej wcześniej ekspansji monetarnej w krajach deficytowych.

Powyżej rozważaliśmy ryzyko, jakie dla banków centralnych, władz i podatników krajów strefy euro niesie ewentualna niewypłacalność jednego lub kilku krajów unii monetarnej w warunkach jej dalszego istnienia. Sytuacja wyglądałaby całkowicie odmiennie w przypadku rozpadu strefy euro: w szczególności zagrożone byłyby w całości dodatnie salda systemu Target2 krajów nadwyżkowych (Sinn 2012b). Sinn i Wollmershaeuser (2012) stwierdzają, że „to może stanowić podstawowe zagrożenie utrzymujące Niemcy w strefie euro i skłaniające je do zgody na szczodre programy pomocowe”.

Splata sald Target2 nie tylko nie jest przewidywana, nie istnieją także instrumenty finansowe, które stanowiłyby ich zabezpieczenie. Zabezpieczeniem należności EBC z tytułu sald Target2 – a zatem zabezpieczeniem przed ewentualnymi stratami narodowych banków centralnych – są jedynie domniemane gwarancje odpowiednich rządów, iluzoryczne w przypadku krajów o słabej kondycji finansowej.

W poprzedniej części artykułu przedstawiono przepływ kapitału obejmujący w wykorzystanym przykładzie ucieczkę inwestycji francuskich z Grecji i spłatę kredytów zaciągniętych w Niemczech (i Holandii) przez francuskie instytucje finansowe. W ten sposób w ujęciu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Niemiec należności niemieckich banków od prywatnych, francuskich instytucji finansowych, zostają zamienione na należności Bundesbanku z tytułu sald Target2. De Grauwe i Ji (2012) twierdzą, że taka zamiana prywatnych należności nie zwiększa ryzyka krajów nadwyżkowych wobec braku wpływu tych transakcji na międzynarodową pozycję inwestycyjną poszczególnych krajów. Oczywiście jest to pogląd błędny. W powyższym przykładzie banki francuskie wyzbywają się wysoce ryzykownych aktywów (i jednocześnie zmniejszają swoje zobowiązania wobec banków niemieckich, jak wcześniej wskazano), przy czym bank Francji ostatecznie nie akumuluje z tego tytułu istotnych sald Target2. Z punktu widzenia Francji jest to sytuacja korzystna, wręcz „darmowy lunch”. Jednocześnie spada względnie bezpieczne zaangażowanie kredytowe banków niemieckich w bankach francuskich, czemu towarzyszy wzrost sald Target2, obarczonych znacznym ryzykiem. Z punktu widzenia Niemiec jest to zmiana niekorzystna. Sinn (2012b) polemizując z argumentami De Grauwe’a i Ji stwierdza, iż „tym co ci autorzy

przeoczyli, jest różnica ryzyka, które niesie rozpad strefy euro w przypadku różnych kategorii zagranicznych aktywów oraz różnych kategorii ich posiadaczy”.

Akumulowanie obarczonych wysokim ryzykiem należności Target2 przez instytucję publiczną, jaką jest bank centralny kraju nadwyżkowego, oznacza dysponowanie majątkiem publicznym (wystawienie go na ryzyko utraty) i nie powinno dokonywać się bez demokratycznej, parlamentarnej kontroli, której nie podlega polityka pieniężna (operacje banku centralnego). Z tego właśnie względu prezes Trichet długo opierał się bezzwrotnym zakupom obligacji skarbowych ostatecznie podjętym w ramach programu SMP (por. Trichet 2009). Jak już wspomniano, salda Target2 wielokrotnie przewyższają kwoty wydatkowane w ramach tego programu. Istnienie wysokich sald Target2 jest więc przejawem braku demokratycznej kontroli nad dysponowaniem na wielką skalę majątkiem publicznym.

Jak wskazano wcześniej, źródłem pewnego zamieszania może być pełne rozliczenie transakcji np. między eksporterem a importerem; wydaje się, że wymiana jest ekwiwalentna w chwili jej dokonania (płatności). W rzeczywistości międzynarodowemu przepływowi (nabyciu) rzeczywistych wartości (towarów, aktywów), odpowiada przyjęcie należności w postaci sald Target2 przez bank centralny. Bank ów przekazuje należne kwoty z tytułu płatności, sam jednak zostaje z mało atrakcyjnymi i ryzykownymi należnościami. Owe należności (zobowiązania EBC) są oprocentowane zgodnie ze stopą refinansową EBC, a do tego dochody z odsetek podlegają podziałowi w ramach Eurosystemu, zatem posiadanie owych należności oznacza przepływ kapitału publicznego na zasadach znacznie odbiegających od warunków rynkowych. „Renta emisyjna uzyskiwana przez bank centralny jest niezależna od wielkości jego salda Target2, a oprocentowanie tych sald oznacza subsydiowane pożyczki” (RebelEconomist 2011).

Z powyższymi nieporozumieniami dotyczącymi dokonania płatności na rzecz ostatecznych odbiorców z jednej strony, i akumulowaniem przez bank centralny ryzykownych należności z drugiej strony, wiąże się fałszywa argumentacja De Grauwe’a i Ji (2012), zgodnie z którą wypłacony pieniądz (np. niemieckiemu eksporterowi) nie przestaje istnieć nawet wobec konieczności odpisania owych należności na straty przez bank centralny; ma to jakoby oznaczać brak ryzyka związanego z posiadanymi nadwyżkami Target2. Oczywiście jest to argumentacja całkowicie błędna, co w prosty sposób wykazuje Sinn (2012b). Utrata rezerw złota banku centralnego również nie niweczyłaby wyemitowanego pieniądza papierowego, a stanowiłaby dotkliwą stratę poniesioną przez bank centralny i społeczeństwo danego kraju. Dodać można, że wyrazem tego jest pozbawienie pozostającego w obiegu pieniądza papierowego zabezpieczenia w postaci aktywów banku centralnego; na znaczenie takiego zabezpieczenia wskazuje Sauer (2012). Zdolność banków centralnych do przetrwania nawet w warunkach poniesienia strat przekraczających wartość ich kapitału w żaden sposób nie umniejsza negatywnego znaczenia strat (Buiter 2008). Argument pokrewny pogładowi wyrażonemu przez De Grauwe’a i Ji odwołuje się do znaczenia banknotów w rozliczaniu sald między bankami centralnymi (Jobst 2011; Whittaker 2011b).

Omówiony powyżej subsydiowany kredyt publiczny zapewnia finansowanie importu dóbr lub eksportu kapitału (nabywania zagranicznych aktywów, ucieczki kapitału) w kraju, którego bank centralny zwiększa swoje zobowiązania. Ostatecznie przesądza to o braku twardego ograniczenia budżetowego w gospodarkach krajów deficytowych i oznacza wspomniany już brak mechanizmu dostosowawczego przywracającego równowagę (Gros 2012). Whittaker (2011a) zwraca uwagę, że mechanizm Target2 jest też źródłem właściwej mu pokusy nadużycia: „Tak długo, jak banki mają dostęp do taniego finansowania w Eurosystemie, są mniej zainteresowane poszukiwaniem środków gdzie indziej. Podobnie rządy Grecji czy Irlandii, zagwarantowawszy zobowiązania swoich banków wolą, aby ich wsparcie pochodziło z Eurosystemu, a nie z ich własnych środków. EBC stara się ograniczać tę pokusę nadużycia poprzez niespójne w czasie oświadczenia swoich intencji zacieśnienia reguł i procedur zasilania w płynność”.

Dla porządku warto zaznaczyć, że dostęp do finansowania wynikający z systemu Target2 nie może zapewniać optymalnej alokacji zasobów, stanowiącej jeden z ulubionych postulatów ekonomistów. Obecnie system ten powoduje kontynuację wadliwej alokacji, co jednak pozwala na bieżąco uniknąć katastrofy w postaci zupełnego załamania się rynków finansowych i samej strefy euro.

## **Możliwości rozwiązania problemu nadmiernych sald Target2**

Negatywne konsekwencje rosnących sald Target2 stanowią bodziec do poszukiwania sposobów ich rozliczenia i utrzymania w przyszłości na akceptowalnym poziomie.

Źródłem inspiracji w tych poszukiwaniach jest system rozliczeń między dystryktowymi bankami tworzącymi Rezerwę Federalną – FED. Amerykański bank centralny, podobnie jak EBC, posiada strukturę federalną, na którą składa się dwanaście banków poszczególnych dystryktów. Stanowią one odpowiednik narodowych banków centralnych w Eurosystemie, przy czym w FED nie ma odpowiednika EBC – posiadającego odrębność prawną i własny bilans banku nadrzędnego. Wspólnym elementem całego systemu rezerwy Federalnej jest Rada oraz Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku (FOMC).

Rozliczenia między bankami dystryktów FED dokonywane są przez Interdistrict Settlement Account (ISA). Podobnie jak w systemie Target2, płatności podlegają procedurze clearingowej. Przeciwnie jednak niż w przypadku rozwiązania europejskiego salda ISA podlegają obowiązkowi ich spłaty. Spłata taka następuje raz w roku (na początku kwietnia) w kwocie równej średniemu stanowi zadłużenia na rachunku ISA od czasu ostatniego rozliczenia. Instrumentem spłaty są środki posiadane przez banki FED poszczególnych dystryktów na rachunkach aktywów zakupionych w ramach operacji otwartego rynku (System Open Market Account, SOMA). Banki FED posiadające nadwyżki na rachunku ISA otrzy-

mują od banków deficytowych aktywa przyjęte przez FED w operacjach otwartego rynku i zapisane w bilansach banków poszczególnych dystryktów.

System rozliczeń jest nieco bardziej złożony i obejmuje też przekazywanie certyfikatów złota, w sposób, który zapewnia jednakowy dla wszystkich banków dystryktowych stosunek wartości posiadanych certyfikatów w stosunku do gotówki w pasywach poszczególnych banków. Otrzymane certyfikaty złota są opłacane z rachunku SOMA. Oznacza to, że wysoki udział gotówki (niski udział depozytów banków zrzeszonych), prowadzi do zmniejszenia stanu posiadania na rachunku SOMA (jego udziału w tym rachunku), tzn. zmniejszenia wagi danego dystryktowego FED w rozliczeniu przyszłych operacji otwartego rynku. Taka sytuacja prowadzi do błędnych stwierdzeń, jakoby rozliczenia następowały w instrumentach opartych na złocie (Sinn 2012). Możliwie pełne i poprawne wyjaśnienie działania ISA i SOMA opisuje Koning (2012), przykład rozliczeń FED (2012, s. 136-137). Należy podkreślić, że procedury stosowane przez FED są niezwykle mało przejrzyste i skazują nawet obeznaną z tą tematyką ekonomistów na domysły i częste błędy. Świetnie odzwierciedla to wpis RebelEconomist na blogu (Koning 2012): „Kłopot stanowi to, że zwykle domyślamy się, jak to może funkcjonować, raczej niż uzyskujemy informacje z łatwo dostępnych, udokumentowanych źródeł – wspominam o tym na wypadek, gdyby ktoś z FED to czytał!”.

Szczególnego podkreślenia wymaga fakt, że banki dystryktowe nie prowadzą operacji otwartego rynku w sposób autonomiczny, przeciwnie niż ma to miejsce w zdecentralizowanym Eurosystemie. Operacje otwartego rynku prowadzone są wspólnie dla całego systemu Rezerwy Federalnej przez FOMC, a uzyskiwane aktywa alokowane między poszczególne banki dystryktowe na rachunku SOMA proporcjonalnie do ich udziału w tym rachunku po dokonaniu ostatniego rozliczenia. Tym samym banki dystryktowe nie mogą samodzielnie zwiększać podaży pieniądza, co stanowi zasadniczą różnicę w stosunku do banków centralnych w Eurosystemie, którym – jak zaznaczono wcześniej – EBC udostępnił „pieniężne maszyny drukarskie”. Naturalnie oznacza to także, że banki dystryktowe nie mogą poza centralną alokacją nabywać aktywów będących przedmiotem SOMA i instrumentem rozliczeń w ramach ISA. Oczywiście w przypadku amerykańskim jest jedna lista zabezpieczeń akceptowalnych w operacjach otwartego rynku, czego jaskrawe przeciwieństwo stanowią w Europie w szczególności programy refinansowania w warunkach zagrożenia (ELA).

System rozliczeń stosowany w FED bynajmniej nie zabezpiecza przed nierównowagą przepływów pieniężnych pomiędzy bankami dystryktowymi skutkującą powstawaniem znaczących sald na rachunkach ISA. Salda te w porównaniu ze strefą euro pozostają jednak na umiarkowanym poziomie (Sinn 2012) i podlegają obowiązkowi spłaty. Każdy bank dystryktowy posiada na rachunku SOMA środki w postaci aktywów akceptowalnych przez FED wystarczające w celu dokonania spłaty; odpływy pieniężne wyczerpują rezerwy komercyjnych banków zrzeszonych, które są pokryte środkami SOMA; poza sytuacjami szczególnymi środki SOMA zawsze pokryją deficyt na rachunku ISA. Nie wyklucza to oczywiście, że rezerwy komercyjnego banku zrzeszonego mogą spaść poniżej wymaganego poziomu lub



zostać wyczerpane w wyniku ucieczki depozytów. Taka sytuacja może prowadzić do zasilenia danego banku w płynność w ramach funkcji kredytodawcy ostatniej instancji pełnionej przez bank centralny. Przykładów dostarcza Koning (2012) wskazując jednocześnie, że także w tym przypadku procedury i działania FED są niezwykle mało przejrzyste.

System rozliczeń FED różni od Target2 kilka ważnych właściwości. Po pierwsze, jest to konieczność spłaty sald. Po drugie, spłata jest możliwa dzięki temu, że środki na rachunkach SOMA pochodzą w znakomitej części z operacji bezzwrotnych; w Eurosystemie odpowiadają im raczej aktywa przyjęte jako zabezpieczenie w ramach transakcji repo, co wyklucza ich wykorzystanie do spłaty zobowiązań. Po trzecie, w FED jest jedna, wspólna lista akceptowalnych aktywów trafiających do SOMA, podczas gdy w strefie euro niektóre banki centralne przyjmują w ramach operacji otwartego rynku śmieciowe aktywa, które z punktu widzenia innych krajów strefy euro nie stanowiłyby atrakcyjnego instrumentu spłaty sald. Po czwarte, system FED jest systemem scentralizowanym, w którym banki dystryktowe nie prowadzą samodzielnie operacji otwartego rynku. Banki dystryktowe nie mogą kupić instrumentów spłaty sald. W strefie euro, jak wskazywano w pierwszej części artykułu, narodowe banki centralne posiadając znaczny zakres autonomii ostatecznie w czasie kryzysu uzyskiwały niemal nieograniczone możliwości samodzielnego udzielania refinansowania bankom krajowym. To nadzwyczajne źródło finansowania pozwala z jednej strony uniknąć gwałtownych dostosowań eliminujących nierównowagi w strefie euro (skutkujących zaostreniem przejawów kryzysu płatniczego, fiskalnego i systemu finansowego), z drugiej zaś strony znajduje wyraz właśnie w niepohamowanym wzroście sald Target2.

Powyższe różnice wskazują, że trudno byłoby amerykańskie wzorce przenieść na grunt europejski. Wymagałoby to zasadniczych zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC i prawnej konstrukcji Eurosystemu. Zmiany takie trudno sobie wyobrazić w trakcie trwającego kryzysu, już samo tylko poddanie ograniczeniom refinansowania banków w krajach deficytowych prawdopodobnie doprowadziłoby do rozpadu strefy euro.

Nie ma też żadnych podstaw prawnych, które pozwalałyby wymagać od europejskich deficytowych banków centralnych, czy też ich rządów, spłaty sald. Wprowadzenie takiego wymogu jest obecnie politycznie nieprawdopodobne, jest ekonomicznie niemożliwe ze względu na kwoty zobowiązań i – w pewnych formach – mało atrakcyjne dla wierzycieli. Przekazanie np. przez centralny bank Grecji posiadanych aktywów zabezpieczających nie tylko ze względów formalnych, przedstawionych powyżej, nie stanowi możliwego rozwiązania. Przyjęcie przez banki centralne posiadające nadwyżki sald Target 2 spłaty w postaci śmieciowych aktywów byłoby dla nich mało atrakcyjne; zapewne utrzymywanie zobowiązań EBC, jakkolwiek obciążone omówionym ryzykiem, wydaje się lepszym rozwiązaniem bieżącym.

Należy zauważyć, że sam obowiązek spłaty sald wcale nie powstrzymałby narodowych banków centralnych od dalszej, nadmiernej emisji, w ramach której nabywałyby

one coraz więcej śmieciowych aktywów, do wykorzystania przy spłacie sald. Kluczowym elementem w powstrzymaniu narastania i w ewentualnym ograniczeniu sald Target 2 byłoby zatem poddanie ograniczeniom emisji pieniądza przez banki krajów deficytowych. Jak wskazano, obecnie oznaczałoby to prawdopodobnie ostateczne załamanie się strefy euro.

Splata mogłaby być dokonana przez rządy; zdjęcie z krajowych banków centralnych ich zobowiązań z tytułu sald Target 2 oznaczałoby formalnie ich dokapitalizowanie. Przejęcie obowiązku spłaty przez rządy w drodze przekazania publicznych papierów dłużnych oznaczałoby jednak, że salda te stają się formalnie częścią długu publicznego. Nie ulega najmniejszej wątpliwości, że finanse publiczne krajów deficytowych, w tym Grecji, nie byłyby w stanie udźwignąć nawet niewielkiej części dodatkowego ciężaru. Jak już wspomniano, przyjęcie przez nadwyżkowe banki centralne spłaty w tej postaci nie jest zresztą atrakcyjne, wydaje się jedynie uwypuklać istotę ryzyka związanego z saldami Target2. „Z pewnością nie stanowi rozwiązania umożliwienie krajom deficytowym spłaty sald obligacjami emitowanymi przez ich własne rządy. To byłoby ucieczką z deszczu pod rynną” (Sinn 2012). W tym kontekście warto odnotować propozycje, zgodnie z którymi splata miałaby następować przez szczególne obligacje, zabezpieczone nieruchomościami publicznymi lub przyszłymi dochodami podatkowymi (European Economic Advisory Group 2012). Takie rozwiązanie oczywiście nie zmniejsza wymiaru łącznych zobowiązań publicznych, a stworzenie kategorii uprzywilejowanych obligacji tym bardziej rujnowałoby resztki wiarygodności w odniesieniu do pozostałej części długu.

Sinn (2012) pisze, iż „proste i najmniej wymagające rozwiązanie (...) zostało zaproponowane przez byłego prezesa Bundesbanku, Helmuta Schlesingera. Według niego zobowiązania Target powinny być obciążone progresywnie rosnącymi, karnymi odsetkami płaconymi przez kraje-dłużników krajom-wierzycielom”. Rozwiązanie takie (w przypadku odsetek rozliczanych pomiędzy bankami centralnymi) wymagałoby dodatkowo wyłączenia odpowiednich dochodów odsetkowych spod zasady podziału renty emisyjnej. Rzeczywiste trudności nie mają jednak w tym przypadku charakteru formalnego, lecz ekonomiczny. Obawiam się, że to dodatkowe obciążenie finansów publicznych (bezpośrednio lub pośrednio poprzez wynik finansowy banku centralnego) byłoby nie do udźwignięcia przez budżety wielu krajów, których banki mają znaczne ujemne salda Target2. Sama zmiana oprocentowania nie zmniejszałaby też ryzyka związanego z saldami Target2; przeciwnie, mogłaby stanowić dodatkowy impuls do odmowy ich dalszego honorowania.

Jak wynika z tego krótkiego przeglądu pomysłów, żaden z nich nie stanowi możliwego i satysfakcjonującego rozwiązania problemów nadmiernych sald Target2. Pozornie atrakcyjny postulat przeniesienia na grunt europejski rozwiązań amerykańskich okazuje się chybiony. Nie wynika to tylko z faktu bardzo głębokich różnic między FED a EBC, obejmujących ich prawną strukturę i sposób prowadzenia polityki pieniężnej. Przede wszystkim wiąże się to z obecną sytuacją, w której likwidacja własności Eurosystemu utrwalających nierównowagi i powodujących narastanie sald Target2, prowadziłaby prawdopodobnie do natychmia-

stowego rozpadu strefy euro, a zatem także do realizacji ryzyka przypisywanego sald Target2. W konsekwencji, mimo bardzo ożywionej dyskusji, nie należy spodziewać się, że zostaną w przewidywalnej przyszłości podjęte jakiegokolwiek kroki zmierzające do rozwiązania problemu sald Target2. Przyjęta strategia zmierza raczej do zapobieżenia rozpadowi strefy euro i – w miarę możliwości – uniknięcia kolejnych restrukturyzacji długu. Warto jednak zauważyć, że uporządkowane wyjście ze strefy euro nie musi oznaczać odmowy honorowania zobowiązań z tytułu sald Target2, a może nawet poprawić sytuację płatniczą krajów deficytowych, stwarzając przesłanki ich wyrównania (Koronowski 2014). Jej powodzenie mogłoby stworzyć warunki do odwrócenia ograniczenia nierównowag i spadku sald. Pewnym optymizmem napawa fakt, że od połowy roku 2012, jak na to wskazują dane przytoczone wcześniej, rzeczywiście zarysowała się wyraźna tendencja do spadku sald Target2. Podjęcie prób zreformowania Eurosystemu, być może z wykorzystaniem doświadczeń FED, wymagałoby jednak istotnej poprawy sytuacji gospodarczej najsłabszych krajów unii monetarnej oraz zasadniczego spadku omawianych sald. Oczywiście taki pozytywny scenariusz wciąż nie jest jedynym prawdopodobnym rozwojem wypadków.

## Bibliografia

- Buiter W. (2008), *Can Central Banks Go Broke*, CEPR Policy Insight No. 24, Centre for Economic Policy Research, London, May, <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight24.pdf> [dostęp: 18.06.2013].
- De Grauwe P., Yuemei Ji (2012), *What Germany should fear most it is its own fear*, VoxEU, 18 September, <http://www.voxeu.org/article/how-germany-can-avoid-wealth-losses-if-eurozone-breaks-limit-conversion-german-residents> [dostęp: 23.05.2013].
- EBC (2013), [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html) [dostęp: 23.05.2013].
- European Economic Advisory Group (2012), *Report on the European Economy*, CESifo, February.
- FED (2012), *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BSTfinaccountingmanual.pdf> [dostęp: 22.06.2013].
- Garber P. (2010), *The Mechanics of Intra Euro Capital Flight*, Economics Special Report, Deutsche Bank, 10 December, <http://fincake.ru/stock/reviews/56090/download/54478> [dostęp: 10.05.2013].
- Gros D. (2012), *Greece's soft budgets in hard times*, CEPS Commentary, 12 March, <http://www.ceps.eu/book/greece%E2%80%99s-soft-budgets-hard-times>, [dostęp: 10.05.2013].
- Institute of Empirical Economic Research, University of Osnabruck (2014), <http://www.eurocrisismonitor.com/> [dostęp: 28.02].
- Jobst C. (2011), *A balance sheet view on TARGET – and why restrictions on TARGET would have hit Germany first*, VoxEU, 19 July, <http://www.voxeu.org/article/should-target-balances-be-restricted> [dostęp: 23.05.2013].
- Kohler W. (2012), *The Eurosystem in times of crises: Greece in the role of a reserve currency country?* (w:) CESifo Forum 13, Special Issue, *The European Balance of Payments Crisis*, red. Hans-Werner Sinn, January, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215229.PDF> [dostęp: 10.05.2013].

- Koning J.P. (2012) (the blog of...), *The Idiot's Guide to the Federal Reserve Interdistrict Settlement Account*, 5 February, <http://jpkoning.blogspot.com/2012/02/idiots-guide-to-federal-reserve.html> [dostęp: 23.05.2013].
- Koronowski A. (2011), *Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy krajów PIIGS?*, „Gospodarka Narodowa” 5-6.
- Koronowski A. (2014), *Euro Zone Crisis and a Dual-Currency System as a Solution*, „Gospodarka Narodowa” 2.
- Open Europe (Raoul Ruparel, Mats Persson) (2011), *A House Built on Sand? The ECB and the hidden cost of saving the euro*, June, <http://www.openeurope.org.uk/Content/Documents/PDFs/ecbandtheeuro.pdf>, [dostęp: 21.05.2013].
- RebelEconomist (2011), *Right on Target*, <http://reservedplace.blogspot.com/2011/07/right-on-target.html> [dostęp: 15.05.2013].
- Reeh K. (2012), *Balance of Payments Adjustment in the Monetary Union: Current Events Help Shed New Light on an Old Question* (w:) CESifo Forum 13, Special Issue, *The European Balance of Payments Crisis*, red. Hans-Werner Sinn, January, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215229.PDF> [dostęp: 13.05.2013].
- Sauer I. (2012), *The Dissolving Asset Backing of the Euro* (w:) *The Eurosystem in times of crises: Greece in the role of a reserve currency country?*, CESifo Forum 13, Special Issue, *The European Balance of Payments Crisis*, red. Hans-Werner Sinn, January, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215229.PDF> [dostęp: 10.05.2013].
- Sinn H-W. (2012), *Fed versus ECB: How TARGET debts can be repaid*, VoxEU, 10 March, <http://www.voxeu.org/article/fed-versus-ecb-how-target-debts-can-be-repaid> [dostęp: 10.05.2013].
- Sinn H-W. (2012a), *The European Balance of Payments Crisis: An Introduction*, (w:) CESifo Forum 13, Special Issue, *The European Balance of Payments Crisis*, red. Hans-Werner Sinn, January, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1215229.PDF> [dostęp: 13.05.2013].
- Sinn H-W. (2012b), *TARGET losses in case of a euro breakup*, VoxEU, 22 October, <http://www.voxeu.org/article/target-losses-case-euro-breakup> [dostęp: 13.05.2013].
- Sinn H-W., Wollmershaeuser T. (2012), *TARGET loans, current account balances and capital flows: The ECB's rescue facility*, NBER Working Paper No. 17626, November, <http://www.nber.org/papers/w17626> [dostęp: 10.05.2013].
- Trichet J-C., *The ECB's enhanced credit support*, przemówienie na Uniwersytecie Monachijskim, 13.07.2009 r., <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html> [dostęp: 15.02.2013].
- Whittaker J. (2011a), *Intra-eurosystem debts*, Lancaster University, Management School, 30 March, <http://www.lancs.ac.uk/staff/whittaj1/eurosystem.pdf> [dostęp: 22.05.2013].
- Whittaker J. (2011b), *Eurosystem debts, Greece and the role of banknotes*, Lancaster University, Management School, 14 November, <http://www.lums.lancs.ac.uk/files/23558.pdf> [dostęp: 22.05.2013].

## Target2 Balances in the Eurosystem: Their Sources, Effects and Problem Solution Perspectives

### Summary

In his article, the author presented the issues related to operation of the system of interbank settlements Target2 in the Eurozone. He presented the sources and effects of high balances as well as

formulated conclusion on the matter of possibilities to carry out changes in this respect. The author proposed use of American experience. There are presented in the article the essence and basic properties of the system called Target2, paid attention to a considerable growth of those balances and a significant cumulation of liabilities, there are discussed the reasons for a quick growth of balances in the recent years and the consequences thereof. Part of the work is devoted to the presentation of the way of carrying out settlements between federal banks. The author indicated the lack of opportunities to use of the American experience by the Eurosystem in its present shape. The author of the article concluded that the only reasonable strategy will be waiting for situation development what is reflected in a passive stance of the ECB as regards the problem in question.

**Key words:** Target2 balances, European Central Bank, Eurozone, euro crisis.

**JEL codes:** E52, E58, F33, F34

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. Adam Koronowski  
Wyższa Szkoła Ekonomii, Prawa i Nauk Medycznych  
im. Prof. Edwarda Lipińskiego w Kielcach  
ul. Jagiellońska 109a  
25-734 Kielce  
tel.: 41 345 13 13  
e-mail: a.r.koronowski@gmail.com