



PISM | POLSKI INSTYTUT SPRAW MIĘDZYNARODOWYCH
THE POLISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AFFAIRS

BIULETYN

Nr 165 (1738), 7 grudnia 2018 © PISM

Redakcja: Sławomir Dębski • Bartosz Wiśniewski • Rafał Tarnogórski

Katarzyna Staniewska (sekretarz redakcji)

Anna Maria Dyner • Sebastian Płóciennik • Patrycja Sasnal

Justyna Szczudlik • Jolanta Szymańska • Marcin Terlikowski • Tomasz Żornaczuk

Problem „biliona euro”: Target 2 jako ryzyko dla Niemiec

Sebastian Płóciennik

W niemieckiej dyskusji o strefie euro pojawia się nie tylko kwestia reform, np. wprowadzenia wspólnego budżetu czy finalizacji unii bankowej. Wiele uwagi poświęca się także systemowi płatniczemu Target 2, w którym jednocześnie skumulowały się wysokie, dodatnie salda Bundesbanku i ujemne salda banków centralnych państw południowoeuropejskich. Ta nierównowaga jest uznawana za ryzyko gospodarcze i polityczne dla Niemiec. Możliwości wyrównania sald są jednak ograniczone: zbyt szybkie działania zmierzające w tym kierunku mogłyby doprowadzić do destabilizacji strefy euro.

Target 2 to platforma techniczna prowadzona od 2007 r. przez Europejski Bank Centralny (EBC) i narodowe banki centralne, służąca obsłudze płatności we wspólnej walucie. Jest ona jednym z filarów strefy euro: dzięki niej możliwe jest szybkie i niedrogi regulowanie zobowiązań, co w oczywisty sposób ułatwia działalność gospodarczą, wzmacnia powiązania między państwami członkowskimi i sprzyja wzrostowi gospodarczemu.

Przez pierwsze lata istnienia Target 2 nie budził większego zainteresowania opinii publicznej. Sytuacja zmieniła się po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. Od tego czasu w systemie narasta nierównowaga sald rozliczeniowych pomiędzy zarządzającymi nim bankami centralnymi. W czerwcu 2018 r. roku bilans Bundesbanku sięgnął +976,3 mld euro, podczas gdy włoskie konto Target 2 pokazywało -480,9 mld euro, zaś hiszpańskie -398,3 mld euro. Powyższe liczby sprowokowały – zwłaszcza w Niemczech – pytania o źródła nierównowagi oraz ryzyka związane z problemem „biliona euro”.

Funkcjonowanie systemu. Istotę działania Target 2 można zilustrować na przykładzie typowej transakcji handlowej między firmą z Hiszpanii, która nabywa maszynę o wartości 1 mln euro od producenta z Niemiec.

W pierwszym kroku bank komercyjny prowadzący konto hiszpańskiej firmy obciąża je kwotą 1 mln euro i jednocześnie w hiszpańskim banku centralnym Banco de España składa zlecenie dokonania przelewu poprzez Target 2 na rzecz banku komercyjnego w Niemczech prowadzącego konto sprzedawcy maszyny. Kolejny krok to obciążenie przez Banco de España konta hiszpańskiego banku komercyjnego (udziela mu kredytu pod zastaw np. obligacji) i zlecenie Bundesbankowi – poprzez Europejski Bank Centralny (EBC) – transferu 1 mln euro na konto banku komercyjnego w Niemczech. W konsekwencji tej transakcji pojawia się zobowiązanie Banco de España w wysokości 1 mln euro oraz wierzycielność Bundesbanku w tej samej wysokości. Codziennie przeprowadzana jest ogromna liczba takich operacji, które na koniec dnia są zliczane i bilansowane przez EBC. W ten sposób przekształcają się one w jednolite roszczenie lub wierzycielność banku centralnego danego kraju wobec EBC, których wysokość pokazuje salda Target 2.

Wzrost sald w pierwszych kryzysowych latach dobrze pasuje do opisanego wyżej przykładu. Banki komercyjne państw południowoeuropejskich chętnie korzystały z dostępu do kapitału oferowanego przez bank centralny, ponieważ trudniej było im pozyskać środki z rynku międzybankowego. Po 2015 r. wzrost

sald zaczęła napędzać także ekspansywna polityka EBC, który zlecił narodowym bankom centralnym unii monetarnej skupowanie z rynku obligacji rządowych. Problem w tym, że podmioty zbywające obligacje miały często siedzibę poza strefą euro i jednocześnie utrzymywały konta Target 2 do obsługi transakcji w euro w Bundesbanku. Jeśli np. hiszpański bank centralny kupował obligacje od takiej instytucji, skutkiem było pogłębienie ujemnego salda Banco de España i jednocześnie podwyższenie dodatniego salda Bundesbanku.

Ryzyko dla Niemiec związane z Target 2. Krytyczni wobec obecnej polityki finansowej w strefie euro niemieccy ekonomiści – np. Hans-Werner Sinn – twierdzą, że Target 2 jest po prostu mechanizmem udzielania przez Bundesbank nieoprocentowanego, słabo zabezpieczonego kredytu na rzecz strukturalnie słabszych systemów finansowych. To wsparcie dla ich banków, które na rynku międzybankowym miałyby trudności z uzyskaniem korzystnych warunków kredytowania.

Najwięcej obaw budzi jednak perspektywa wyjścia jednego z państw z ujemnym saldem Target 2 ze strefy euro. Dopóki unia monetarna istnieje, można mieć nadzieję na zniwelowanie nierównowagi. Jeśli jednak któryś z członków z ujemnym saldem opuściłby unię monetarną, na porządku dziennym stałaby się sprawa spłaty „długu”. Szanse na to byłyby niewielkie: obligacje rządowe posiadane przez bank centralny zapewne straciłyby na wartości, a miejscowe banki miałyby ogromne problemy z regulowaniem należności w euro ze względu na dewaluację nowej waluty. EBC musiałby zatem zaksięgować stratę, która – jak sugeruje w jednym ze swoich dokumentów Bundesbank – zostałaby podzielona zgodnie z kluczem udziałów narodowych banków centralnych w kapitale EBC. Na Niemcy przypadłoby ponad 26%.

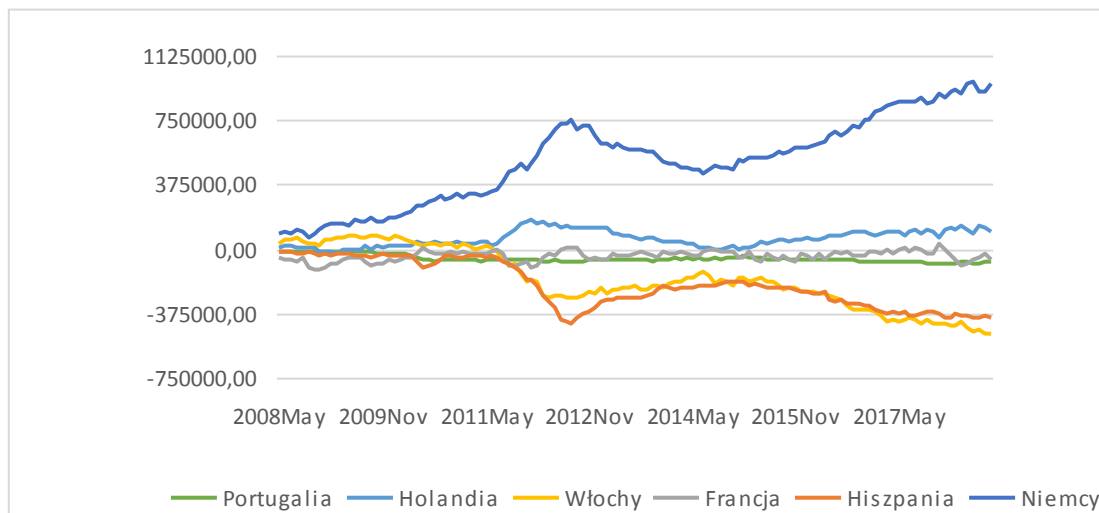
W tej sytuacji pożądane z punktu widzenia Niemiec byłoby jak najszybsze ograniczenie salda. Taki skutek przyniosłoby wycofanie się EBC z programu nabywania obligacji, co zresztą jest planowane do końca 2018 r. i częściowo antycypowane przez rynki finansowe: już można dostrzec niewielkie obniżenie niemieckiego salda. Problem w tym, że odcięcie włoskich i greckich banków od źródła taniego kapitału może doprowadzić do krachu finansowego w tych krajach. Spekuluje się więc o innych rozwiązaniach, np. zwiększeniu popytu wewnętrznego w Niemczech poprzez wyższe wydatki rządowe, a tym samym zwiększeniu importu z państw południa, albo o możliwości nabywania przez Bundesbank poprzez salda Target 2 papierów wartościowych, ziemi czy udziałów w firmach. Każde z nich budzi rozliczne kontrowersje. Zwiększenie wydatków jest np. nie do pogodzenia z celem niemieckiego rządu, by już w tym roku obniżyć poziom długu publicznego poniżej 60% PKB.

Wnioski. Niewiele wskazuje na to, że miliardowe salda Target 2 uda się szybko zrównoważyć. Tym samym staje się on czynnikiem politycznym, wpływającym na decyzje dotyczące integracji europejskiej. Na przykład w trakcie toczących się wciąż negocjacji o ostateczny kierunek reform strefy euro oraz sporów o deficyt budżetowy Włoch kwestia Target 2 wzmacnia państwa południowoeuropejskie. Z jednej strony będą one argumentować, że nierównowaga sald dowodzi fiaska narzuconej im polityki gospodarczej opartej głównie na oszczędnościach i reformach deregulacyjnych, i tym mocniej przekonywać do interwencjonizmu i zwiększenia transferów pomocowych. Ponadto państwa z negatywnym saldem Target 2 będą sięgać po zawołany szantaż, wskazując, że brak postulowanych przez nie reform to rosnące ryzyko rozpadu strefy euro i straty dla banków centralnych mających dodatnie saldo (oprócz Niemiec także np. Holandii i Luksemburga).

Kontrowersje wokół Target 2 mają również znaczenie dla państw UE nienależących do unii monetarnej. Wśród państw-kandydatów do przyjęcia wspólnej waluty – w tym w Polsce – wzmacniają one niepewność co do charakteru i skali zobowiązań finansowych wiążących się z uczestnictwem w strefie, a nawet przetrwania strefy euro w obecnym składzie. Miliardowe „długi” w systemie mogą być wykorzystane w zbliżającej się kampanii wyborczej do Parlamentu Europejskiego do ostrej krytyki projektu euro oraz jako argument za spowolnieniem, jeśli nie wstrzymaniem przygotowań do członkostwa w unii monetarnej. Kwestia Target 2 może budzić także obawy o kierunek reform unii monetarnej. Nierównowaga sald w systemie płatniczym dokłada się na szali do czynników zwiększających prawdopodobieństwo przyspieszenia integracji finansowej i politycznej, a tym samym pogłębienia podziału UE na rdzeń euro i peryferie.

Problem związany z saldami Target 2 komplikuje również politykę wewnętrzną Niemiec, osłabiając wielką koalicję, a w szczególnością współrządzającą chadecję. Argument „biliona euro” to propagandowy prezent dla jej prawicowego konkurenta – Alternatywy dla Niemiec (AfD) – która w przeszłości skutecznie budowała poparcie na ostrym krytykowaniu transferów na rzecz państw południa i na eskalacji sporu o Target 2 mogłaby tylko zyskać. Zdecydowane stanowisko w tej sprawie prezentuje także liberalna FDP (Freie Demokratische Partei), co właściwie powinno skłonić chadecję do minimalizowania politycznego ryzyka i opowiadania się za restrykcyjnym, konserwatywnym kursem w sprawach integracji finansowej. Tego typu kalkulację komplikuje jednak widoczny w ostatnich miesiącach wzrost popularności Zielonych, z którymi CDU/CSU walczy o elektorat centrowy. Notowania Zielonych sugerują, że w Niemczech rośnie poparcie dla mniej ortodoksyjnej polityki wobec euro. Nowe kierownictwo chadecji stanie więc przed trudnym wyborem.

Salda w ramach systemu Target 2 w mln euro dotyczące wybranych państw członkowskich strefy euro w latach 2008–2018



Źródło: Europejski Bank Centralny.