

Szécsényi Péter

A TARGET2- egyensúlytalanságok természete

ÖSSZEFOGLALÓ: Az eurózóna nemzeti jegybankjainak mérlegében található TARGET2-követelések és -kötelezettségek természetéről, az elmúlt néhány évben tapasztalható halmozódásuk pontos okairól és kezelésük lehetséges módjairól nincs egyetértés a témát tárgyaló közgazdászok között. A tanulmány rámutat arra, hogy a TARGET2-egyenlegeket endogén és exogén tényezők egyszerre alakítják. A közös bankfelügyeleti rendszer és az EKB mennyiségi lazítási programja oldhatja az egyensúlyhiányos állapotot, mérsékelheti a TARGET2-egyenlegek dinamikáját, és csökkentheti a ma kimutatható kockázatokat.¹

KULCSSZAVAK: bankközi elszámolások; eurózóna; egyensúlytalanság; monetáris politika; TARGET2

JEL-KÓD: E42, E58, F33

A TARGET2 bankközi fizetési és elszámolási rendszer 2007 óta halmozódó kötelezettségeket és követeléseket rögzít az euróövezet jegybankjainak mérlegeiben. Németország nemzeti jegybankja néhány év alatt több mint 500 milliárd eurós követelést, míg Spanyolország és Olaszország nemzeti jegybankjai együtt nagyjából ugyanekkora kötelezettséget építettek fel. Egy ország fizetéseképtelenségének, az euróövezet esetleges felbomlásának vagy egyes országok kilépésének költségei nagymértékben függenek a TARGET2-egyenlegek helyes interpretációjától (Sinn, 2012b). A tanulmány az egyenlegek közgazdasági természetét vizsgálja, bemutatja az egyensúlytalanság kialakulásának folyamatát és választ keres arra, hogy milyen reálgazdasági és pénzügyi folyamatok állnak a jegybanki TARGET2-egyenlegek halmozódása mögött, s melyek a probléma elvi megoldási lehetőségei.

Az első fejezet azon reálgazdasági folyamatokról szól, amelyek a halmozódó kötelezettségek és követelések kialakulásának hát-

terében állnak. A második fejezet bemutatja és rendszerezi a témát tárgyaló közgazdászok álláspontjait, véleményeit, majd szintetizáló kapcsolatot teremt a különböző interpretációk és az egyensúlytalanságot kiváltó reálgazdasági okok között. A fejezet továbbá rávilágít az eurózóna bankuniós törekvései és az egyensúlyhiány eszkalálódásának fékezési lehetőségei közötti szoros kapcsolatra. A harmadik fejezet ismerteti a kötelezettségek és követelések rendezésére adott korábbi javaslatokat, majd az Európai Központi Bank mennyiségi lazításának technikai jellemzőiből kiindulva bemutat egy új megoldási lehetőséget.

TARGET2-EGYENLEGEK A VÁLSÁG ELŐTT ÉS UTÁN

Az egyensúlytalanság technikai háttere

A *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System* 2008-ban életbe lépett második verziója (TARGET2) a világ egyik legnagyobb bankközi fizetési

¹Levelezési e-cím: szecsényipeti@gmail.com

és elszámolási rendszere csúcán az Európai Központi Bankkal. A teljes eurózónára kiterjedő klíringhálózaton 2013-ban 92,6 millió tranzakció futott át összesen 493 trillió euró értékben (EKB, 2014). Kivétel nélkül az összes fizetést 5 percen belül végrehajtották. A TARGET2-rendszer a közös valutaövezet gondtalan működésének egyik biztosítója.

A TARGET2-egyenlegek technikailag bilaterális elszámolás alapján képződnek egy-egy tranzakció eredményeként (lásd 1. ábra). Mivel a jegybanki mérlegekben nettósítva tartják számon az egyenlegeket, ezért az állományok egy adott jegybank teljes euróövezettel szembeni pozícióját mutatják. Ebben az értelemben tehát már multilaterális elszámolás eredményeként kialakuló tételekről van szó.

Monetáris politikai intézkedéseik és a fizetési rendszer működtetése során megszerzett eszközök jogilag a nemzeti jegybankok tulaj-

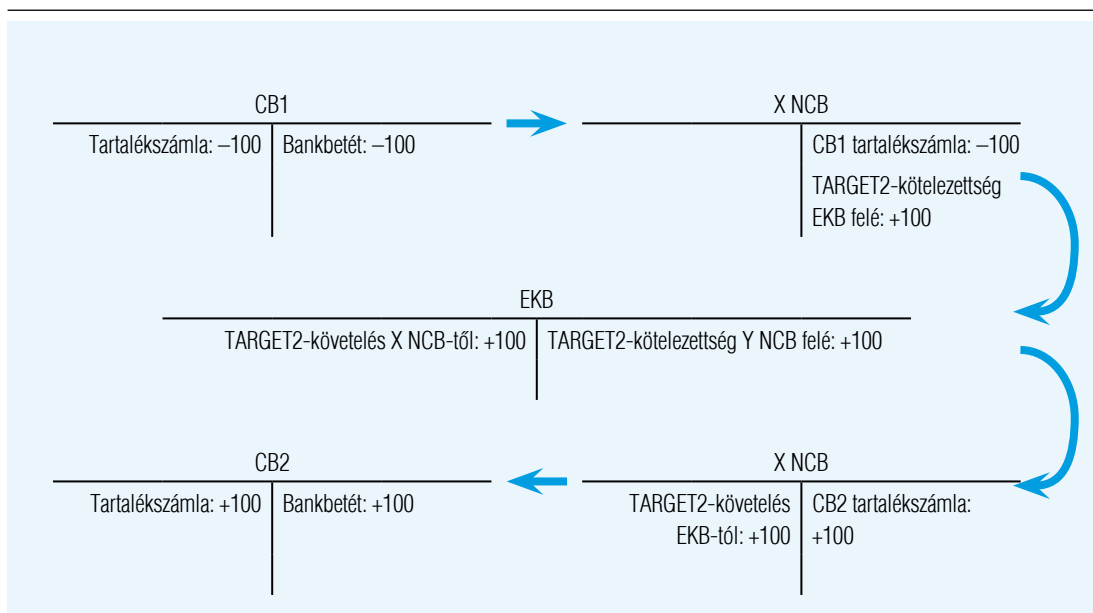
donát képezik, az ő mérlegeikben kerülnek könyvelésre (EKB, 2012b). Néhány speciális tételtől eltekintve az euróövezet tagállamai a nemzeti jegybankoknál keletkező veszteséget közösen viselik az EKB alaptőkéjéhez való hozzájárulások aránya alapján.

Az 1. ábrán bemutatott tranzakciónak számos oka lehet: tőkebefektetések áramolhatnak egyik országból a másikba; áruk és szolgáltatások értékesítése nyomán történhetnek nemzetközi fizetések. A tranzakciók nyomán fellépő kereskedelmi banki forrásigényt a 2007-es válságot megelőzően a bankközi pénzpiacra finanszírozták (Cecchetti, McCauley és McGuire, 2012).

A válság kitörésével a bankközi piacokon egyre nehezebbé vált a forrászerzés. A szabályozói környezet változása azonban új lehetőségeket kínált a kereskedelmi bankok számára. 2008 októberétől általánossá vált a

1. ábra

ELSZÁMOLÁS A TARGET2-BEN*



*EKB: Európai Központi Bank;

X és Y NCB: az X és Y ország nemzeti jegybankja;

CB1 és CB2: kereskedelmi bankok X és Y országokban

Forrás: saját szerkesztés

fix kamatozás melletti korlátlan rendelkezésre állás (*fixed-rate full allotment policy*), amelynek keretein belül az EKB bármikor azonnali refinanszírozást nyújt a bankoknak rögzített kamatlábbal (EKB-igazgatóság, 2011). Ebben az eljárásban tehát a kamatok rögzítettek, és a fedezetektől függően az EKB akár a kereslet teljes erejéig is nyújthat hitelt. Az új jellegű refinanszírozás bevezetésével párhuzamosan az EKB folyamatosan enyhítette a fedezetként elfogadható értékpapírokra vonatkozó követelményeket is (EKB, 2015a)

Ha a kereskedelmi bankok a kiszáradó bankközi piac helyett a jegybanki finanszírozást választják, akkor a 2. ábra szerint járnak el, ami a 1. ábra finoman módosított változata.

Ha X országból tartósan nagyobb mennyiségben utalnak eurót Y országba, mint fordítva, akkor halmozódni fognak a TARGET2-kötelezettségek X NCB mérlegében és a TARGET2-követelések Y NCB mérlegében, a rendszer egyensúlytalanságai tehát technika-
 ilag így alakulnak ki. A szakirodalomban jel-

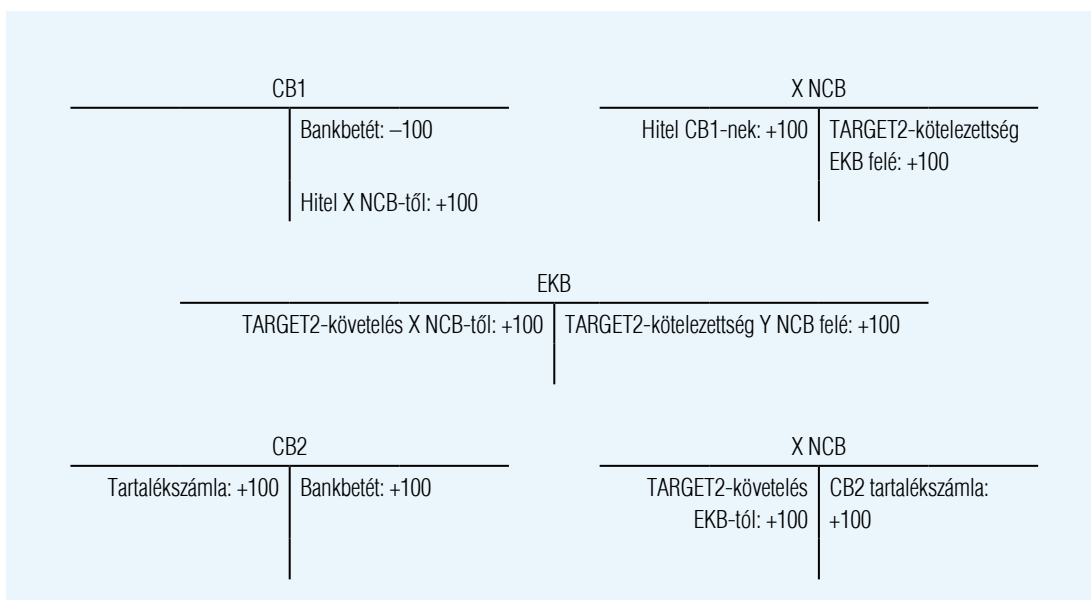
lemzően Németországnak tulajdonítják Y ország szerepét, X ország pedig a periférián lévő országok közül lehet bármelyik. A válságot megelőzően a TARGET2-egyenlegek 0 körül ingadoztak, 2008-tól az egyes országok követelése és kötelezettségei jelentős növekedésbe kezdtek (lásd 3. ábra).

Az egyensúlytalanság okai

A válság előtti években a közös monetáris politika és az eltérő potenciális növekedési ütemek következményeként a periféria gazdasági negatív reálkamaton finanszírozták magukat (Surányi, 2008). A válság begyűrűzésével azonban a hozamok elkezdtek divergálni, ami megdrágította a tőkepiaci finanszírozást és megkérdőjelezte a már meglévő adósságalományok fenntarthatóságát. A rögzített kamatláb melletti korlátlan rendelkezésre állás politikája és az EKB fedezeti követelményeinek enyhülése azonban mind a mai napig le-

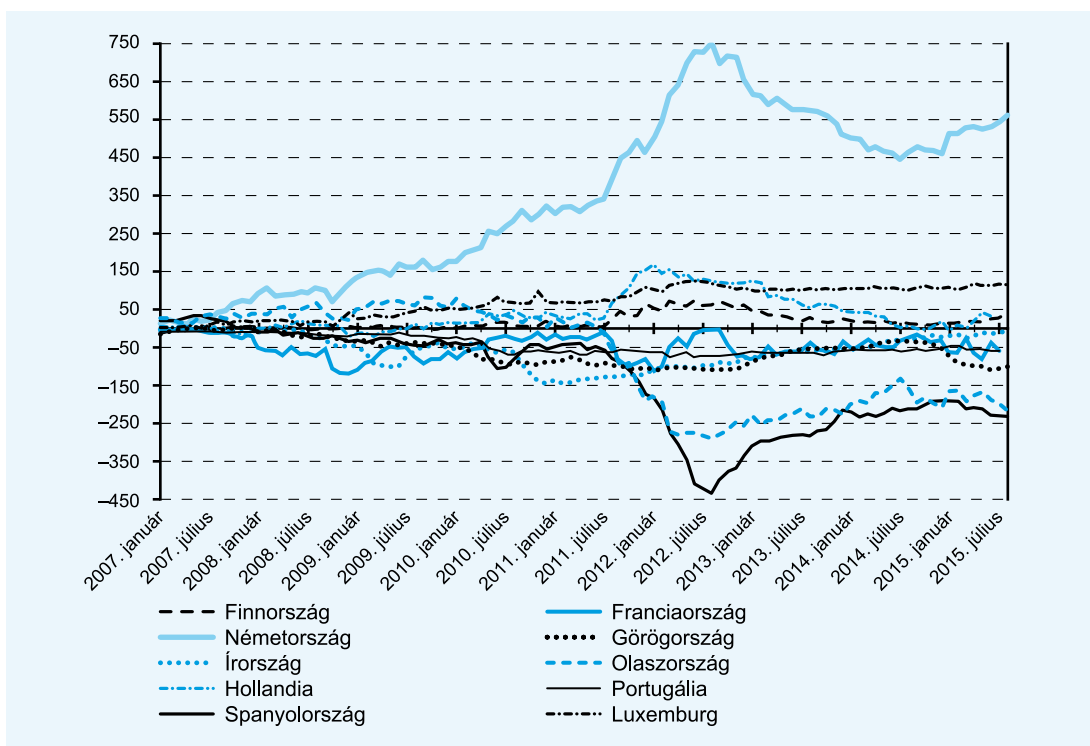
2. ábra

A 2007 UTÁNI MECHANIZMUS



Forrás: saját szerkesztés

A TARGET2-EGYENLEGEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: Euro Crisis Monitor, Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University, 2015. 09. 17.

hetővé teszi a periféria országai számára, hogy fenntartsák a folyómérleghiányukat (Sinn és Wolmershauser, 2011).

Ennek következménye az úgynevezett hiteláthelyezés (*credit shift*) (Sinn és Wolmershauser, 2011). Mivel a német kereskedelmi bankoknak a beáramló likviditás miatt nincs finanszírozási igényük, azért a Bundesbank a német bankrendszer helyett áttételesen a periféria országait finanszírozza, így az ottani kereskedelmi bankok eszközei szolgálnak fedezetként.

Sinn (2011) szerint ezzel a fiskális természetű monetáris intézkedéssel az EKB gyakorlatilag kimentette a periféria országait. Azért válik fiskális természetűvé a hitelnyújtás, mert a veszteségek esetén az egyes országok költségvetése, tehát az adófizetők viselik a terheket. Sinn úgy érvel, hogy ugyan a legsúlyosabb likviditási válság közepette szükség volt az EKB ilyen irányú

intézkedésére, az már megkérdőjelezhető, hogy miért tartják fenn a rögzített kamatláb melletti korlátlan rendelkezésre állást a mai napig.

Tornell (2013) a TARGET2-t egyenesen transzferrendszernek nevezi három fő intézményi tulajdonság miatt:

- az EKB szabályai nem állapítanak meg felső korlátot a TARGET2-egyenlegek nagyságára vonatkozóan;
- a TARGET2-rendszeren keresztül képződő finanszírozás esetén nincs lejárat időpont;
- az EKB döntéshozatala során egy ország egy szavazattal rendelkezik, és mivel a rendszerben hitelfelvevőnek minősülő országok többségben vannak, könnyedén leszavazhatják a hitelnyújtókat.

A folyómérleghiány nem kényszerítette a periféria gazdaságait strukturális reformokra.

Hiába hangoztatta az EKB a fiskális megszorítások fontosságát, s szorgalmazta a gazdasági változások megindítását, politikájával éppen ellentétes hatást generált. Kérdés, hogy mindez az EKB tudatos, hatáskörén túllépő fiskális mentőakciója vagy a közös valutaövezet korábban lefektetett működési feltételeinek endogén következménye.

A megfigyelt egyensúlyhiány nemcsak az áru-, hanem tőkepiaci folyamatokkal is magyarázható. A TARGET2-egyenlegeket növelő átutalások gyakran nem magánszemélyek vagy cégek, hanem bankok között történnek, azaz a bankszektor szereplői rendezik át az eszközeiket, menekülve a rosszabb minőségű értékpapíroktól és keresve a jobb minőségűeket (Westermann, 2014). A kockázatáthelyezésnek is (*risk shifting*) nevezett folyamat eredményeként a periféria jegybankjai TARGET2-kötelezettségeket halmoznak fel a német jegybankkal szemben. Mivel a rosszabb minőségű értékpapírok piaci fedezeti értéke alacsonyabb, így e papírok kockázata a jegybankra tolódik. A monetáris politika fiskális jellege itt is megnyilvánul a várható veszteségek viselésének szabályai miatt.

Cecchetti et al. (2012) különbséget tesz az egyensúlytalanságokat kialakító kétféle tőkeáramlás között. Az első esetben tetszőleges befektetők (főként Németországból) csökkentik a követeléseiket a perifériával szemben, azaz visszafordul a tőkebeáramlás. A periféria bankjai jegybanki refinanszírozással megsegítve visszautalják a tőkét, amely a TARGET2-pozícióváltozáshoz vezet. A német kereskedelmi bankok ezáltal többletlikviditáshoz jutnak. A bankrendszer kihelyezéseinek visszaáramlása során a követelések egy része a periféria magánszektoráról az állami szektorra, pontosabban az EKB-ra és a Központi Bankok Európai Rendszerére csoportosul át.

A második esetben a tőkemozgások mozgatórugója az újradenominálás kockázatának fedezése (*hedging redenomination risk*). Mivel

a német bankcsoportok tartanak a drachma esetleges bevezetése utáni gyors leértékelődéstől, ezért a bankcsoport német tagbankja nem nyújt többé finanszírozást a görög tagbanknak. Helyette éppen a görög tagbank mérlegében jelennek meg a németországi bankkal szembeni követelések.

A TARGET2-EGYENLEGEK ENDOGÉN ÉS EXOGÉN TERMÉSZETE

Az endogén nézőpont

Whelan (2013) endogén változóként tekint a TARGET2-egyenlegekre. Interpretációjában az egyensúlytalanság csupán mellékterméke az egyébként központilag közösen meghozott döntéseknek, amelyek a közös valutaövezet létrehozása, működtetése és fenntartása érdekében születtek. Az endogén természet pedig abban ragadható meg, hogy adott ország nem tudja befolyásolni a TARGET2-egyenlegek alakulását. A jegybanki rendelkezésre állás és az egyenlő bánásmód alapján minden kereskedelmi bank kaphat refinanszírozást, mindez a közös valutaövezet működtetésének alapvető eleme. Whelan (2013) éppen ezért tartja félrevezetőnek a „TARGET2-hitel” elnevezést. A hagyományos hiteleknél ugyanis aktív részt vevő felekről beszélhetünk, a TARGET2-egyenlegek viszont passzívan (automatikusan) alakulnak ki, hogy biztosítsák a szabad tőkeáramlást az országok között. Ettől függetlenül az egyensúlytalanságnak kockázatai vannak, de általánosan kell beszélni az övezet nemzeti jegybankjainak egymás közötti kötelezettségeiről és követeléseiről (*intra-Eurosystem balances*), amelyek a TARGET2-n kívül más honnan is keletkezhetnek.

Whelan (2013) kiemeli, hogy például a készpénzkibocsátásra vonatkozó számviteli szabályok miatt az elszámolási rendszer „lekapcsolása” esetén is tovább halmozód-

nának az országok jegybankjainak egymás közötti egyenlegei. Tehát nem a TARGET2-rendszerrel van a baj, az csupán a közös monetáris övezet egy eszköze. Kikapcsolása a szabad tőkeáramlást korlátozná, és így az európai integráció alapelveivel menne szembe.

Az endogén álláspont szerint az egyenlegek nagyságának bármilyen korlátozása az euróövezet végét jelentené. Ha az EKB nem nyújtana refinanszírozást a szükséges átutalások elvégzéséhez, a periféria nemzetgazdaságai összeomlanának (Febrero és Uxó, 2013). Továbbá, ha valóban ilyen természetűnek tekintjük a TARGET2-egyenlegeket, akkor a periféria EKB általi kimentéséről szóló érvelést is kétségbe kell vonnunk. Nem tekinthetjük ugyanis önálló és önkéntes monetáris politikai lépésnek a jegybanki refinanszírozás nyújtását, mivel az csak automatikusan követi a gazdaság teljesen más jellegű folyamatait.

Westermann (2014) szerint az endogén interpretáció téves, a szabályozás hatására ugyanis a nemzeti jegybankok és a kormányok a végrehajtás során legalább indirekt módon hatást gyakorolhatnak az egyenlegek nagyságára. Például a bankfelügyelet és a kereskedelmi banki szolvencia megállapítása a helyi hatóságok kezében van. A kormányzat pedig több állampapír kibocsátásával növelheti a bankszektorban rendelkezésre álló fedezet mennyiségét, vagy akár állami garanciákat is adhat bizonyos eszközökre, ami által azok megfelelő fedezeti kategóriába kerülnek. A helyzetet már a kezdetektől fogva így látta *Sinn* (2011, 2012a, 2012b) is: szerinte a periféria nemzeti jegybankjai kölcsönvették az övezet elektronikus pénznyomdáját, és nyomtattak pénzt bőségesen.

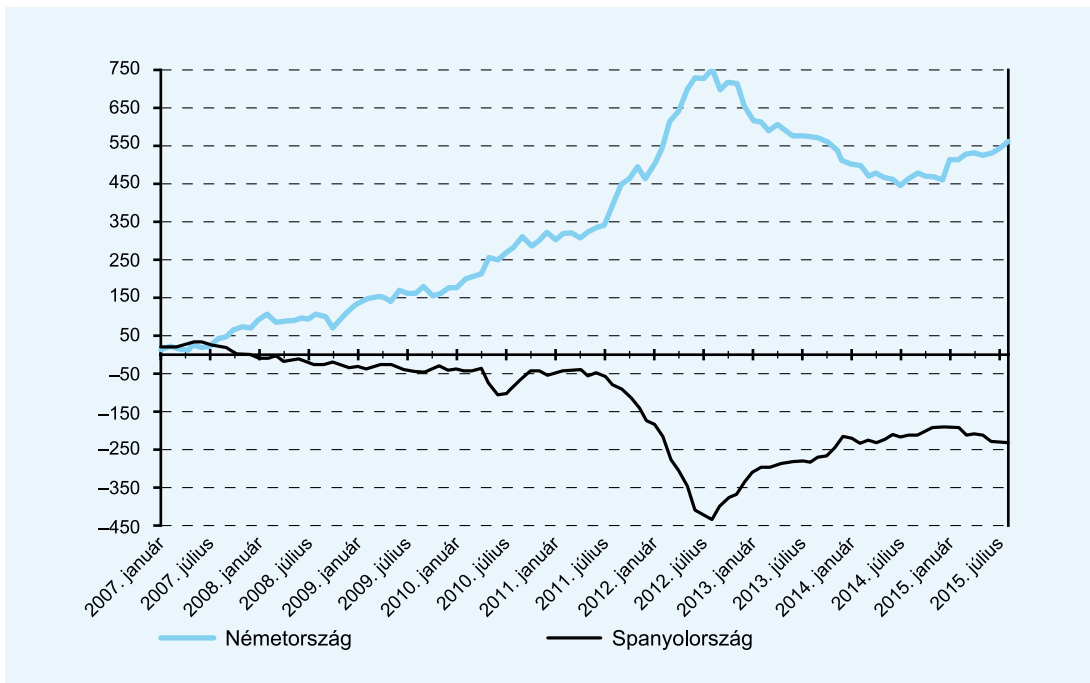
Az egyensúlytalanság okainak elkülönítése

A TARGET2-egyenlegek alakulása felbontható endogén és exogén részre, azaz véleményem szerint mindkét magyarázat részben megállja

a helyét. Az exogén interpretáció helyénvaló a folyómérleghiány TARGET2-n keresztül történő finanszírozása esetében. Elfogadható tehát az a magyarázat, miszerint a jegybanki hitelezés lehetővé tette a periféria hiányának fenntartását, s tudatosan nem kezdték meg a fájdalmas szerkezetátalakítást. Ezzel szemben a tőketranszfer-magyarázat endogén álláspont, hiszen ebben az esetben a pénzmozgások kezdeményezői minden esetben a periférián kívüli magánszemélyek vagy vállalatok. A nemzeti jegybankok halmozódó kötelezettségei és követeléseai csupán lekövetik a magánszektor tranzakcióit a TARGET2 működési mechanizmusának megfelelően.

A folyó mérleg és a tőketranszfer-magyarázatokról *Cecchetti et al.* (2012) és *Auer* (2012) is bebizonyította, hogy időben és térben különböző mértékben helytállóak, de mindkettő magyarázó erővel bír. Az EEAG (European Economic Advisory Group) (2012) rámutat arra, hogy míg Írország és Olaszország TARGET2-egyenlege a tőkeáramlásokhoz kapcsolható, addig Spanyolország teljes folyómérleghiányának negyedét TARGET2-kötelezettségek finanszírozták. *Cecchetti et al.* (2012) megmutatja, hogy a válság kitörése után néhány évig a folyó mérlegek változásai általánosságban jól magyarázták a TARGET2-egyenlegek változását. Azonban 2012-től TARGET2-egyenlegeket biztosan más tényező is mozgatta, ugyanis azok sokkal nagyobb mértékben változtak, mint a folyó mérlegek. *Mario Draghi* elhíresült kijelentése – az EKB a felhatalmazási körén belül „bármire hajlandó, hogy megőrizze az eurót”²² – nyomán meghirdetett OMT-programnak tulajdonítható a jelentős törés a spanyol és a német jegybank TARGET2-egyenlegének alakulásában (*lásd 4. ábra*). Bár a mai napig nem történt tényleges vásárlás a program keretein belül, azonban maga a bejelentés is elég volt ahhoz, hogy a program céljának megfelelően leszorítsa a spanyol, ír stb. állampapírhozamokat. A pe-

A TARGET2-EGYENLEGEK ALAKULÁSA, III.



Forrás: Euro Crisis Monitor, Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University, 2015. 09. 17.

riféria országainak állampapírjaiba fektetett bizalom részben visszatért, az ábrán éppen az látszik, hogy Spanyolország esetében valószínűleg egy jelentős méretű tőkekiáramlás fordulhatott vissza ebben az időszakban. Mindez a TARGET2-egyenlegek endogén részére gyakorolt hatást. A német tőkebefektetések feltehetően nemcsak Spanyolországba kezdtek visszaszivárogni, hanem a periféria más országaiba is. Mindezek miatt azt állítom, hogy a TARGET2-egyenlegek alakulása országonként felbontható egy endogén és egy exogén részre.

A közlegelő tragédiája – egy exogén magyarázat

A közlegelő tragédiájával való érvelés az exogén értelmezés része, a TARGET2-egyensúlytalanságok és az eurózána működésének

szabályozói háttéréhez kapcsolódik. *Dinger, Steinkamp* és *Westermann* (2012) kiemeli, hogy 2007-től az EKB monetáris politikája sokkal nagyobb teret enged a nemzeti jegybankoknak a hazai refinanszírozás mértékének meghatározásában, ráadásul a TARGET2-n keresztül azok a teljes euróövezet pénzkeresletéhez hozzáférnek. A közlegelő probléma modellezése során azt feltételezi, hogy a jegybanki hitelezés növelésével elért pozitív hatások csak adott országon belül jelentkeznek, míg az inflációs hatások szétterülnek az övezet országai között.

Tornell (2013) a TARGET2-egyensúlytalanságok kialakulását egy általa kettős közlegelő problémának nevezett helyzetre vezeti vissza. Az első közlegelő szituáció egy, országok közötti probléma, amely azért alakul ki, mert az eurózána nemzeti jegybankjai által nyújtott finanszírozások mértékeit nem egy egységes döntéshozó határozza meg. Ugyanis ezek az

EKB központi döntésén kívül az egyes nemzeti jegybankok önálló döntéseitől is nagymértékben függenek. Minden nemzeti jegybank indirekt úton hozzáfér a teljes eurózóna pénzkeresletéhez, ami közlegelő helyzetet eredményez.

A másik probléma az országokon belül merül fel. Mivel nem diktatúrákról van szó, a döntések nem egy kézben összpontosulnak. A nemzeti jegybank, a kereskedelmi bankok, a fiskális hatóság mind sajátos hatalommal és döntési jogkörrel rendelkező szereplők. Ebben a rendszerben nagy nyomás van a jegybankon, hogy közvetett úton finanszírozza az államot, és egyébként inszolvens bankokat szolvensnek nyilvánítson. Nagy a kísértés a hatalommal rendelkező szereplők számára, hogy befolyásolják a jegybankot, mivel az folyamatos és bármekkora mennyiségű hitelt nyújthat. A közös valutaövezet és a TARGET2-rendszer miatt pedig mindezt anélkül teheti, hogy a fizetőeszköz elértéktelenedése miatt kelljen aggodni, hiszen folyamatos és bármekkora összegű „hitelkerethez” hozzáfér. Tornell (2013) bizonyítja, hogy az EKB nagylelkű finanszírozása teljesen feleslegessé válik, mert az országon belüli szereplők fogyasztása ettől nem változik, csak a külföldre áramló tőke mennyisége lesz nagyobb.

Azt gondolom, hogy a szabályozói környezet problémája abban a helyzetben ragadható meg, amikor a nemzeti jegybank egy szolvencia szempontjából problémás kereskedelmi bankot refinanszíroz. Mindezt megteheti például a bank nem fizető eszközeinek (kihelyezett rossz hitelek) fedezetként való elfogadásával. Hogy miért teszi? Egyrészt, mert ezzel komoly sokktól óvja meg a nemzetgazdaságot, vagy legalábbis elhalasztja ezt a sokkot, ami politikailag és gazdaságilag is jobb helyzet, mint egy azonnali bankcsőd és a velejáró pánik. Másrészt, az adott banknak nyújtott refinanszírozó hitelek bedőlése esetén is csak az EKB alaptökéjéhez való hozzájárulás

mértékéig kell a helyi adófizetők pénzéből állni a veszteséget. Nem kooperatív játékban optimális egyéni döntést hoz a jegybank. Ha azonban minden nemzeti jegybank hasonlóan cselekszik, akkor a ténylegesen bedőlő bankok függvényében könnyen lehet akkora a teljes veszteség, hogy adott ország adófizetői már nem járnak jobban.

Bankunió – mint lehetséges megoldás

A közlegelő problémája, mint az európai monetáris politika mechanizmusának egy interpretációja, a szabályozói környezet dilemmáira hívja fel a figyelmet. Valószínűnek tartom, hogy nagy hatással lesz a TARGET2-egyensúlytalanságok alakulására a 2014. november 4-én elindult SSM- (Single Supervisory Mechanism) program, amelynek keretein belül a bankunió fontos lépcsőjére lép az Európai Unió. Tétélezzük fel, hogy a periféria országai valóban szándékosan tornázták fel a TARGET2-egyenlegeiket, azaz az exogén álláspontnak megfelelően gyakorlatilag hiteleket vettek fel az EKB-tól, és ez vezetett az egyensúlytalansághoz. Ekkor a közös bankfelügyelet meg fogja állítani az egyensúlytalanság halmozódását. Ugyanis nem lesz már lehetőség inszolvens bankok további hitelezésére vagy rossz eszközök fedezetként való elfogadására. Valójában azonban az exogén érvelés csak részben magyarázza az egyensúlytalanságot, ezért csak a TARGET2-egyenlegek „exogén részének” további növekedését foghatja vissza az SSM, mert kiküszöbölheti a közlegelő szituációkat. Ez már önmagában nagy eredmény lenne, mert strukturális váltásra, a folyómérleg-deficit leküzdésére ösztönözné a periféria országait. Kérdéses ugyanakkor, hogy a gyakorlatban mennyire hatásosan valósul majd meg az EKB felügyeleti tevékenysége és együttműködése a bankokkal, illetve a lokális felügyeleti hatóságokkal.

A RENDEZÉSI LEHETŐSÉGEK

Az egyensúlytalanság problémájának megoldási lehetőségeinek tárgyalása előtt meg kell válaszolni egy fontos kérdést. Miért kell feltétlenül rendezni vagy megoldani bármit is? Hiszen lehetséges, hogy csak technikai következmény a válság óta a TARGET2-egyenlegek miatt nagyra duzzadt EKB-mérleg. Azonban lehet, hogy az endogén nézőpont nem állja meg a helyét, azaz országokként eltérő mértékben ugyan, de a TARGET2-egyenlegek szándékos alakításáról és a rendszer szándékos „kihasználásáról” beszélhetünk. Másrészt pedig – legyen a rendszer endogén vagy exogén – a nagy külső egyensúlyhiánynak a kockázatai és költségei is súlyosak.

Az egyensúlytalanság kockázatai, költségei

Jelenleg a legnagyobb jegybanki kitettséggel Németország rendelkezik. A tanulmány írásának pillanatában a korábban még jelentős nettó követelő finn és holland jegybank TARGET2-egyenlege is nulla közelébe került. Egyedül Luxemburg nemzeti jegybankja követel, bár a Bundesbank követeléséhez viszonyítva kis összeget. Mindenesetre e két ország adófizetői számára kockázatokat hordoz a TARGET2-rendszer. Hozzá kell tenni, hogy a jelenlegi veszteségrendezési szabályok mellett a jegybank tetszőleges eszköze pénzügyi kockázatokat hordoz az adófizetőkre nézve, mert a keletkező veszteséget a költségvetésből tőkésítik újra. Az egyes jegybankok egymásra szóló követeléseit tekintve továbbra is az a kérdés, hogy miből fakadnak a várható veszteségek.

A reálgazdasági folyamatokat figyelembe véve nem elhanyagolható eshetőség a valutaövezet felbomlása vagy bizonyos országok övezetből való kilépése. Görögország esetében a kilépés az elmúlt években többször is reális alternatívaként merült fel. Ilyen szenári-

ók lehetséges következményeit már Sinn és *Wolmmershauser* (2011) is tárgyalta. Whelan (2013) szerint a költségek mértéke a kilépés forgatókönyvétől függ. Nem tudni ugyanis, hogy Görögország kilépése esetén azonnal hatályalanítaná-e a TARGET2-kötelezettségeit, vagy újradenominálva megtartaná őket. Akár az is elképzelhető, hogy bent maradna a TARGET2-rendszerben, és megtartaná euróban denominált, így már valós és visszafizetendő tartozásként az EKB felé a TARGET2-egyenleget. Az övezetből való kilépésre nincs előre gyártott forgatókönyv, de ha lenne is, az is csak egyfajta ajánlás lehetne, tekintve hogy egy legitim görög országgyűlés törvénykezés útján a rá vonatkozó részeket felülírhatná. A különböző kilépési forgatókönyvekhez lehetetlen bekövetkezési valószínűségeket rendelni. Annyi bizonyos, hogy elképzelhetők olyan esetek, amelyekben az EKB-nak veszteséget kell elkönyvelni. Ekkor nemcsak a német adófizetők, hanem a bent maradó országok adófizetői is részt vennének a veszteségviselésben. Az övezet teljes felbomlásának scenáriója még bizonytalanabb kimeneteket hordoz magában, és még kockázatosabb lehet főleg Németország és Luxemburg számára.

A bizonytalan scenáriók kockázatai és várható veszteségei mellett meg kell említeni az egyensúlytalanság miatt jelenleg keletkező valós költségeket is. *Erlér és Hohberger* (2014) alapján 2013 végéig reálértelemben 15 milliárd euró Németország vesztesége a TARGET2-követeléseik miatt. A szerzők abból indulnak ki, hogy a TARGET2-egyenlegek után fizetett nominális kamatmennyiség – amely egyébként az EKB irányadó refinanszírozási műveleteinek kamatlába szerint alakul – a reálárfolyammal való korrekcióval reálértelemben vett kamatmennyiséggé alakítható. Tehát Németország és az euróövezet (Németország nélkül) fogyasztóiár-indexeinek a TARGET2-rendszer elindulása óta bekövetkező változásait is figyelembe véve kiszámolható a TARGET2-

követelések után kapott reálbevétel. Ez alapján a rendszer újraelosztási mechanizmusként működik.

Állampapír-kibocsátással való rendezés

Sinn (2011) a kezdetektől fogva amellet érvel, hogy piacképes eszközökkel (követelésekkel), például állampapírral kellene rendezni a TARGET2-kötelezettségeket. Új állampapír kibocsátásával a költségvetés vállalhatja fel a nemzeti jegybank kötelezettségét. Az ötlet önmagában nem ördögtől való, hiszen tulajdonképpen a közszféra tartozásáról beszélünk mindkét esetben. Az EEAG előállt egy hasonló javaslattal (2012), amely szerint ingatlanfedezettel rendelkező vagy az adóbevételekre elsőbbségi jogokat biztosító állampapírokkal lehetne rendezni a jegybankok egymásra szóló követeléseit. Whelan (2013) szerint egy ilyen scenárió döbbenetes mértékű állampapír-kibocsátáshoz vezetne.

Véleményem szerint csak a TARGET2-egyenlegek endogén folyamatokkal magyarázható mértékéig lehetne a periféria országait állampapír-kibocsátásra kényszeríteni. Az egyenlegek alakulásának exogén része pedig egyszerűen eltűnne, mivel megszűnnének az ösztönzők a jegybanki refinanszírozás túlzott alkalmazására. Viszont féltő, hogy a másik rész még így is veszélyes mértékű államadósság növekedést okozna. Ráadásul az elsőbbségi jogokat biztosító állampapírok rohamosan rontanák az államok hitelminősítését, hiszen nagymértékben nőne a bedőlési valószínűség a közönséges hitelezők számára.

Hogyan rendezzi a Fed a hasonló jellegű számlákat?

Sinn (2011) egyik első javaslata, hogy az EKB az Egyesült Államok rendszerét vegye alapul. Technikai értelemben párhuzam vonható a 12 szövetségi tartalékbank (a Federal Reserve

System tagbankjai) és a 19 eurózónabeli nemzeti jegybank között. A Fed tagbankjai között pontosan ugyanolyan természetű egyenlegek keletkeznek, mint az európai jegybankok között. Az Egyesült Államokban ezeket a TARGET2-szerű követeléseket és kötelezettségeket körzetek közötti elszámolási számláknak nevezik (Fed, 2015). A nyíltpiaci műveletek eszközeként szolgáló SOMA (System Open Market Accounts) nevű portfólióban a szövetségi tartalékbankok tulajdonrészrel rendelkeznek, és ezek a részesedések rendeződnek át minden évben a tartozásoknak és követeléseknek megfelelően bilaterális alapon. Ha X tartalékbank kötelezettségekkel rendelkezik Y tartalékbank felé, akkor X lemond a SOMA-portfólióban való tulajdonhányadának egy részéről Y javára (New York-i szövetségi tartalékbank, 2009). Továbbá nem az aktuálisan fennálló teljes összegnek megfelelően számolnak el, hanem az előző évhez viszonyított átlagos kötelezettség növekedésnek megfelelően. Tehát valamekkora mértékű egyenlegek megmaradnak az USA esetében is.

Fontos különbség azonban az EKB és a Fed között, hogy az utóbbiban alapvetően bilaterális alapon működik már az egyenlegek számontartása is. Ehhez szorosan kapcsolódik a jegybanki veszteségviselés, amely tekintetben az EKB teljesen sajátosan működik. A komoly eltérés abban gyökerezik, hogy az Amerikai Egyesült Államok egy erősen integrált államszövetség, mely az Európai Unióval ellentétben közös fiskális politikával rendelkezik. E körülmények miatt óvatossá kell lenni mindenfajta összehasonlítással és az olyan kijelentésekkel, amely szerint a Fed módszerét át tudná venni az EKB. Itt ugyanis az eurózóna olyan mélységű közgazdasági kérdései merülnek fel, mint például a közös fiskális politika nélküli eredményes monetáris politika folytatásának lehetősége. Azonban ötleteket merítenni az amerikai rendszerből még e kérdés megvitatása nélkül is érdemes lehet.

Mehrling (2012) az amerikai elszámolási rendszer és az OMT-program alapján tett javaslatot a TARGET2-követelések kiegyenlítésére. Eszerint az OMT keretein belül az EKB összeállíthatna egy portfóliót a periféria országainak állampapírjaiból, majd e portfólióban való részesedés váltaná fel a Bundesbank TARGET2-követeléseit. Bár állampapírokkal, mint piacképes eszközökkel rendeznék a tartozásokat, mégsem szabad ezt összemosni az előző fejezetben tárgyalt megoldási lehetőségekkel. A Mehrling-féle javaslat hasonlít a Fed rendszerére is, maga a portfólió pedig egy első lépés lehetne egy közös európai állampapír létrehozásának irányába. Mivel az OMT-program a bejelentésen és számos jogi vitán túl az operatív eszközvásárlásig nem jutott el, ezért Mehrling javaslata is tárgytalan maradt. Vannak azonban olyan fejlemények, amelyek hasonló mederbe terelhetik a folyamatokat.

A legújabb fejlemény: az EKB mennyiségi lazítása

A tanulmány írásának pillanatában már zajlik az Európai Központi Bank mennyiségi lazítása. Az elmúlt fél évben egy olyan eszközvásárlási program indult el több hullámban, amely nem jár együtt sterilizációval. Tehát az EKB úgy vásárol nagyvállalati kötvényeket és állampapírokat a másodlagos piacon, hogy nem semlegesíti a pénzmennyiség (monetáris bázis) növekedését. Sőt, éppen ezzel szeretné elérni, hogy az infláció feljebb kússzon a 2 százalékos körüli érték közelébe. A teljes program egyik szárnya az állami szektor papírjainak vásárlása, amelyet havi szinten 60 milliárd euró értékben hajtanak végre. Az állampapírok mellett idetartozik nagy fejlesztési bankok és hasonló nemzetközi intézmények és szervezetek (például Európai Atomenergia Közösség) kötvényeinek a vásárlása is (EKB, 2015b, 2015c, 2015d). Pusztán a közzféra értékpapírjaiból

kialakulhat egy olyan méretű portfólió, ami a TARGET2-követelések helyébe léphet. Kockázatuknak megfelelően nagyobb diszkontlábakkal értékelve akár a vállalati kötvények is bekerülhetnek egy ilyen portfólióba.

Mindez már jobban hasonlít a Fed rendszeréhez, azonban továbbra is vannak különbségek. Az euróövezet nemzeti jegybankjai a mennyiségi lazítás végrehajtása során a tőkejegyzési kulcsoknak megfelelő mértékben vesz ki a részüket az eszközök megvásárlásából. A vállalati értékpapírok és a nagy nemzetközi intézmények kötvényei mellett elsősorban saját állampapírjaikat vásárolják. Továbbá, míg a nagyvállalati papírok teljes állományának esetében a tőkejegyzési kulcsok szerint viselik a veszteséget, addig a nemzeti jegybankok az állampapírok esetében csak az érték 20 százalékáig vállalják közösen a kockázatokat³ (EKB, 2015c). Mindez azt jelenti, hogy jelenleg az 5. ábra nem megfelelően szemlélteti a mennyiségi lazítás során kialakuló portfóliót. Nem konszolidálható így az EKB-mérleg, ugyanis ezen eszközökből keletkező nyereségek és veszteségek nem 100 százalékban oszlanak meg az övezet országai között úgy, mint a szokványos eszközök esetében. Azonban az ábra az eszközvásárlási program értékének 20 százalékáig a valós helyzetet mutatja, ugyanis 20 százalékig még az állampapírok esetében is a tőkejegyzési kulcsok szerint megosztva élvezik a bevételeket és viselik a terheket az egyes nemzeti jegybankok. Jelenleg tehát ekkora értékig valósulhat meg egy európai SOMA-portfólió.

Egyébként a vállalati kötvények nélküli portfólió nagyon közel áll egy közös európai állampapírhoz. Ugyanis ha az eszközöket jogi és számviteli értelemben egy külön erre a célra létrehozott SPV (Special Purpose Vehicle) birtokolná, akkor az általa kibocsátott értékpapír kereskedhető lenne a piacon, és az egyfajta közös európai kockázatot hordozna. Mindenesetre egyelőre nyíltpiaci kereskedés lehetősége nélkül, a nemzeti jegybankok a tő-

A MENNYISÉGI LAZÍTÁS (A PROGRAM ÉRTÉKÉNEK 20%-ÁIG)

EKB konszolidált mérleg	
Eurózóna országainak állampapírai	A nemzeti jegybankok különböző részesedései (tőkejegyzési kulcsok szerint)
Fejlesztési bankok, nemzetközi intézmények kötvényei	
Vállalati kötvények	

Forrás: saját szerkesztés

kejegyzési kulcsok szerint feltőkésíthetnek egy SPV-t, amelynek mérlegébe helyezik a mennyiségi lazítás eszközeinek 20 százalékát. Ettől a pillanattól kezdve a nemzeti jegybankok az SPV-ben való részesedéseiknek, mint eszközöknek a költségeit természetesen már egyedül viselik. Ha ez teljesül, akkor az SPV-ben való jegybanki részesedések – amelyek kezdetben a

tőkejegyzési kulcsoknak felelnek meg – rendszeres átcsoportosításával rendezhetőek lennének a TARGET2-egyenlegek. Az SPV-t és a rendezési mechanizmust szemlélteti a 6. ábra. Fontos kiemelni, hogy az eljárás a mennyiségi lazítás hatásosságán semmit nem változtatna, hiszen az működési hatásmechanizmusa szempontjából nem kötődik egy adott országhoz

AZ SPV ÉS A RENDEZÉSI MECHANIZMUS

SPV			
Eurózóna országainak állampapírai		Saját tőke: A nemzeti jegybankok különböző részesedései (kezdetben a tőkejegyzési kulcsok szerint, majd rendszeresen átrendezve)	
Fejlesztési bankok, nemzetközi intézmények kötvényei			
Vállalati kötvények			
X NCB		Y NCB	
Részesedés az SPV-ben: –	TARGET2-kötelezettség: –	Részesedés az SPV-ben: +	TARGET2-követelés: –

Forrás: saját szerkesztés

vagy annak jegybankjához. Így a programot egyfajta szerencsés körülményként tudná kihasználni a fent ismertetett mechanizmus.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az eurózóna nemzeti jegybankjainak TARGET2-egyensúlytalanságai egyrészt a szabályozói környezet változása, másrészt gazdasági folyamatok miatt alakultak ki. Az egyensúlyhiány reálgazdasági okai közül a folyó mérleg magyarázat exogén természetet tulajdonít a rendszernek, tehát a periféria részéről a folyómérleghiány tudatos fenntartását és ezzel nagymértékű kötelezettségek felépítését feltételezi. Ugyanakkor a tőkemérleg magyarázatok szerint a TARGET2-követelések és -kötelezettségek endogén módon alakulnak, azaz független reálgazdasági szereplők tranzakcióit követik le. A rendszer mérésekkel igazolhatóan a folyó mérleg változásával és tőkemozgatásokkal is korrelál, ugyan térben és időben eltérő mértékben. A TARGET2-egyenlegek alakulása tehát országonként felbontható endogén és exogén részre, ezért mindkét interpretáció részben helytálló.

Nagy lépés lehet az egyensúlytalanságok további halmozódásának megakadályozásában a nemrégiben elindított SSM, amelynek kere-

tein belül megvalósul a közös, európai szintű bankfelügyeleti rendszer. Amennyiben a központi döntéshozatal a kereskedelmi bankok szolvenciájának és a fedezetek megfelelő minőségének kérdésében eredményesen megvalósul, akkor nem lesz már lehetőség a nemzeti jegybankok szintjén visszaélni a rendszerrel. Tehát a közös bankfelügyelet olyan közlegelők tragédiája típusú szituációkat küszöbölhet ki, amelyek korábban a jegybanki TARGET2-hitelezés exogén növelésének irányába hatottak.

A hasonló jellegű követelések és kötelezettségek rendezésére látható egy példa az Egyesült Államokban. Egy sor fundamentális különbség miatt a Fed rendszerét átvenni ugyan nem tudja az EKB, ötletek azonban meríthetők a tengeren túlról. A tanulmányban bemutatott megoldási javaslat is a szövetségi tartalékbankok egymás közötti elszámolási mechanizmusát vette alapul. Az EKB a mennyiségi lazítás során vásárolt eszközök 20 százalékából létrehozhat egy portfóliót, amely a Fed SOMA-portfóliójára hasonlít. Az eszközöket egy erre a célra megalkotott, a tőkejegyzési kulcsoknak megfelelően feltőkésített SPV-ben elhelyezve a mennyiségi lazítás programja közgazdasági értelemben nem változna. Azonban lehetőség adódna a portfólióban való részesedések átrendezésével fokozatosan kiegyenlíteni a TARGET2-követeléseket és -kötelezettségeket.

JEGYZETEK

¹ A cikk a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány támogatásával valósult meg.

² „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.” (Mario Draghi, 2012)

³ A 20 százalékból azért nem lehet 100 százalék, mert az már tényleg fiskális politika lenne. Az OMT-programot is éppen ezért támadták főleg német részről (Financial Times, 2014)

IRODALOM

AUER, R (2012): What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis. *Working Paper*. No. 2012–15, Swiss National Bank

CECCHETTI, S. G. – MCCAULEY, R. N. – MCGUIRE, P. M. (2012): Interpreting TARGET2 balances. *Working Paper*. No. 393, Bank for International Settlements

- DINGER, V. – STEINKAMP, S – WESTERMANN, F. (2012): The tragedy of the commons and inflation bias in the Eurozone. *Working Paper*. No. 4036, CESifo
- ERLER, A. – HOHBERGER, S. (2014): The real costs and profits of TARGET2 balances. Discussion Paper, No. 02–14, Universität Bayreuth, Letölthető: http://www.fwi.uni-bayreuth.de/de/download/WP_02-14.pdf
- FEBRERO, E. – UXÓ, J. (2013): Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view. *Working Paper*. No. 2013/2, UCLM, Department of Economics and Finance
- DRAGHI, M. (2012): Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- MEHRLING, P. (2012): OMT: Slouching toward eurobills? Institute for New Economic Thinking, The Money View blog, 31 October 2012, Letölthető: <http://ineteconomics.org/blog/money-view/omt-slouching-toward-eurobills>
- SINN, H-W. (2012b): TARGET losses in case of a euro breakup. *VoxEU*, 22 October 2012, Letölthető: <http://www.voxeu.org/article/target-losses-case-euro-breakup>
- SINN, H-W. – WOLLMERSHAUSER, T. (2011): Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *Working Paper*. No. 3500, CESifo
- SINN, H-W. (2011): The ECB's stealth bailout. *VoxEU*, 1 June 2011, Letölthető: <http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>
- SINN, H-W. (2012a): FED versus ECB: How Target debts can be repaid. *VoxEU*, 10 March 2012, Letölthető: <http://www.voxeu.org/article/fed-versus-ecb-how-target-debts-can-be-repaid>
- SURÁNYI GY. (2008): A pénzügyi válság mechanizmusa a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban. *Hitelintézet Szemle*. Vol. 7, No. 6: 594–597. oldal
- TORNELL, A. (2013): The Tragedy of the Commons in the Eurozone and Target2. UCLA, September 2013, Letölthető: <http://www.econ.ucla.edu/faculty/regular/Tornell.html>
- WESTERMANN, F. (2014): Discussion of “TARGET2 and Central Bank Balance Sheets”. *Working Paper*. No. 99, Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University
- WHELAN, K. (2013): TARGET2 and Central Bank Balance Sheets. University College Dublin, 17 March 2013, Letölthető: http://karlwhelan.com/blog/?page_id=26
- EKB (2012b): Jegyzőkönyv a Központi Bankok európai Rendszere és az Európai Központi Bank alapkormányáról. Letölthető: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/1341/96667/html/index.en.html>
- EKB (2014): TARGET Annual Report 2013. Letölthető: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetar2013en.pdf?268bdeaed9c18645444e14c010e5678b>
- EKB (2015a): Monetary Policy / Collateral / General framework; Temporary framework; Collateral charts. <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.en.html>
- EKB (2015b): Monetary Policy / Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP). <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html>
- EKB (2015c): Frequently asked questions about asset purchases. <http://www.ecb.europa.eu/home/html/faqassetpurchaseprogramme.en.html>
- EKB (2015d): Monetary Policy / Q&A on the public sector purchase programme (PSPP). <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp-qa.en.html>

EKB igazgatóság (2011): José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the ECB, Closing speech at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011. http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html

European Economic Advisory Group (2012): The EEAG Report on the European Economy 2012. CESifo, 27 February 2012. Letölthető: http://www.cesifo-group.de/ifoHome/policy/EEAG-Report/Archive/EEAG_Report_2012.html

Fed (2015): The Federal Reserve's balance sheet. http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm

Financial Times (2014): ECB defends bond-buying plan at top EU court. 14 October 2014, Letölthető: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/389d1502-5325-11e4-b917-00144feab7de.html#axzz3V9Uio03S>

Euro Crisis Monitor (2015): TARGET2 adatok. Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University, Letölthető: www.eurocrisismonitor.com/Data.htm, Letöltve: 2015.09.17.

New York-i szövetségi tartalékbank [2009]: System Open Market Account. <http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed27.html>