

NEROVNOVÁHY V PATEBNÍM SYSTÉMU TARGET2 – VZNIK, PŘÍČINY A ŘEŠENÍ

Pavel Knotek

Shrnutí

Po roce 2008 sledujeme nárůst pozic centrální bank zemí eurozóny (EMU), zejména Německa a zemí jižního křídla, v podobě jejich pohledávek a závazků v rámci platebního systému TARGET2. Cílem příspěvku je vysvětlit problém nerovnováh v systému TARGET2, popsat v něm vznik pozic, jejich příčiny a také poskytnout návrhy možného řešení. Pozice v systému TARGET2 odráží transakce vybrané ekonomiky se zbytkem eurozóny zaznamenané na běžném i finančním účtu platební bilance. Liší se však názor, co je významnější faktor při vzniku nerovnováhy. Do roku 2008 země EMU neevidovaly významnější pozice, jelikož salda běžných účtů byly vyváženy odpovídajícími pohyby na finančním účtu. Po finanční krizi byly ovlivněny finanční toky, které pomáhaly vyvažovat pozice v systému TARGET2. Mezi možná řešení problému patří pravidelné umořování nebo limity závazků pro centrální banky v rámci platebního systému.

Klíčová slova: platební systém TARGET2, Evropská měnová unie, nerovnováhy, banky, TARGET pozice, H. W. Sinn

Abstract

IMBALANCES IN PAYMENT SYSTEM TARGET2 – BACKGROUND, REASONS AND SOLUTIONS

We observe increase in TARGET2 balances of certain central banks in European Monetary Union (EMU) after 2008, especially in case of central banks from Germany and eurozone's south wing countries. The aim of this article is to explain the problem of TARGET2 imbalances, describe creation of TARGET2 position, their determinants and to provide proposals of possible solutions using basic literature regarding the topic. There are few approaches for explaining, what are the main drivers of TARGET2 imbalances. The current account balances have been balanced by corresponding movements on financial accounts until 2008, therefore no significant positions in TARGET2 occurred in pre-crisis period. After financial crisis, capital flows inside EMU, which helped in balancing of TARGET2 positions, changed. Regular redemptions or limits for TARGET2 liabilities belong among possible solutions of imbalance in the payment system.

Keywords: payment system TARGET2, European Monetary Union, imbalances, banks, TARGET positions, H. W. Sinn

JEL Classification: E51, F34, G21

Úvod

Významná část evropských zemí používá euro jako svoji vlastní měnu již více než patnáct let. Přijetí eura eliminovalo kurzové riziko i snížilo transakční náklady v ekonomických vztazích mezi jednotlivými zeměmi. Zmíněné výhody podporovaly obchodní a kapitálové toky mezi zeměmi v měnové zóně. V období do roku 2008 Evropská měnová unie (EMU,

resp. eurozóna) nečelila významnějším problémům, jelikož se všeobecně jednalo o období hospodářského růstu, i když s různou mírou intenzity v jednotlivých zemích.

EMU je však subjekt velmi heterogenní, ekonomická data ukazují rozdílný vývoj jednotlivých zemí používajících euro i jejich odlišnou participaci v obchodních či kapitálových tocích, což byly nejdiskutovanější nerovnováhy. Snadno pozorovatelným byl rozdíl ve vývoji základních makroekonomických indikátorů (např. růst reálného HDP, míra inflace). Jeden z původních předpokladů při budování měnové unie, že splnění Maastrichtských nominálních konvergenčních kritérií zajistí i další konvergenci v makroekonomických proměnných, nebyl naplněn.

Začaly tak vznikat nerovnováhy spolu s významnými rozdíly v hlavních makroekonomických ukazatelích. Jednou z klíčových otázek také zůstává příčina vzniku nerovnováh a odlišného vývoje zemí v měnové zóně. Někteří autoři, např. Lane (2006), vidí možné příčiny takového stavu v absenci národní měnové politiky, což může zesilovat jednotlivé národní ekonomické cykly a vést k nadhodnocení národního reálného měnového kurzu. Jako doprovodná příčina může být pomalá reakce vybrané ekonomiky na změny v agregátní poptávce i poptávce po práci.

Mathieu a Sterdyniak (2007) se zabývali dalšími nerovnováhami uvnitř EMU (nezaměstnanost, inflace) a diskutovali možné způsoby jejich řešení. Estrada, Galí a López-Salido (2012) konstatují, že období 1999–2008 bylo spojeno se silnou konvergencí v míře nezaměstnanosti napříč měnovou unií, avšak s trvalými inflačními diferenciály přinejmenším do roku 2007. Nový rozměr nerovnováhy uvnitř EMU odhalili a začali diskutovat němečtí ekonomové přibližně od roku 2011, když začali poukazovat na vytváření významných pozic (velké objemy nahromaděných pohledávek či závazků) v platebním systému TARGET2 (předchozí systém první generace byl TARGET, v článku nerozlišujeme).

Cílem příspěvku je vysvětlit rámcově problém nerovnováh v systému TARGET2. Nejprve bude popsán základní mechanismus tvorby pozice s pomocí bankovních sektorů dvou zemí, poté přikročíme k diskuzi ohledně příčin, kde nadefinujeme dva hlavní názorové proudy. V poslední kapitole se diskutují jednotlivá řešení nerovnováhy v TARGET2 včetně jejich potenciálních negativních důsledků. Příspěvek má charakter přehledové statě, analyzuje myšlenky a názory vybraných autorů na problematiku systému TARGET2.

Nerovnováhy v systému TARGET – základní literatura, proces vzniku pozice

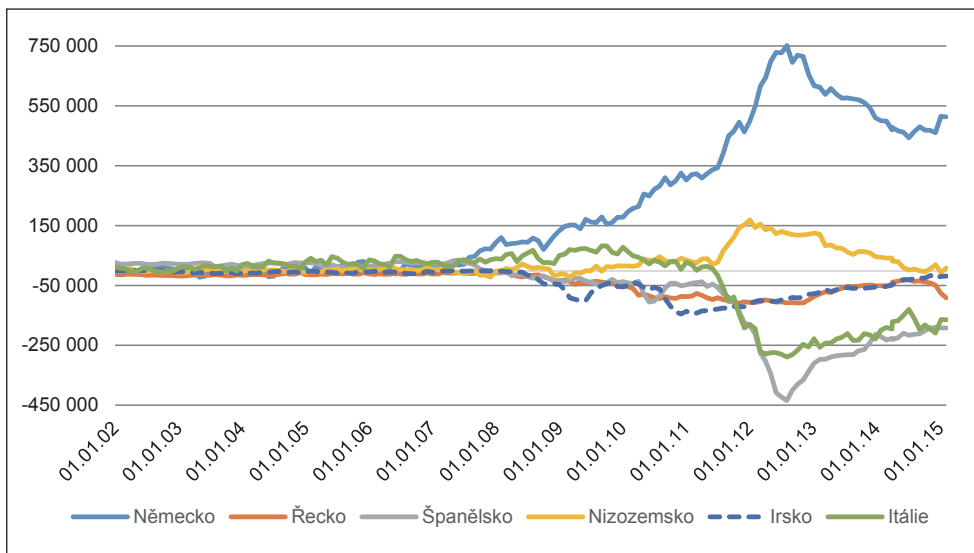
TARGET2 se využívá pro vypořádání plateb vyplývajících z operací měnové politiky vedené ECB, mezibankovních transakcí a dalších transakcí spojených s jinými vypořádacími systémy. Jedná se o hlavní vypořádací systém v rámci EMU s vysokým počtem účastníků se subjektů (více než 1 700 evropských finančních institucí).

Na nerovnováhy v systému TARGET2 začali poukazovat němečtí ekonomové po roce 2011. Sinn a Wollmershaeuser (2011) významně přispěl k diskuzi tématu TARGET. Autoři definují pozice v systému TARGET2 a diskutují příčiny vzniků nerovnováh. Jedny z prvních zmínek o systému TARGET a možných budoucích potížích lze nalézt už v Garber (1999), kde autor nastiňuje, že systém ve své podobě může vést k vytvoření nelimitovaných úvěrových vztahů mezi jednotlivými centrálními bankami. Pozice v systému TARGET (Sinn a Wollmershaeuser, 2011:6):

- 1) Týkají se obou generací platebního systému TARGET,
- 2) Pozice v systému TARGET jsou pohledávky nebo závazky jednotlivých národních centrálních bank zemí EMU (NCB) vůči ECB, které jsou zaúčtovány v bilancích NCB,
- 3) Pozice v systému TARGET měří nahromaděné deficity a přebytky v platební bilanci dané země eurozóny s jinými zeměmi eurozóny. Závazky v TARGET jsou část původních peněz vytvořených příslušnou NCB, která překračuje peněžní zásobu centrální banky dostupné v jurisdikci dané NCB, a která byla použita na pořízení zboží a aktiv z jiných zemí EMU. Tomuto výkladu odpovídají i pohledávky TARGET, které měří přebytek peněžní zásoby centrální banky obíhající v zemi nad rámec, které tato NCB vytvořila uvnitř¹ tohoto státu, a které vyvstaly z prodeje zboží a aktiv do jiných zemí EMU.

Shrňme tak, že se jedná o pozici vybrané centrální banky členské země EMU vůči ECB (resp. zbytku Eurosystému) vyplývající z předchozích toků zboží a kapitálu uvnitř EMU, které jsou zachyceny a vypořádávány platebním systémem TARGET. Pro účely tohoto příspěvku budeme uvádět, že pozice je kladná v případě, pokud daná centrální banka eviduje pohledávku² vůči ECB, nebo záporná v případě, že daná centrální banka eviduje závazek³ vůči ECB. Diskutujeme tak o stavové veličině, která má svoje charakteristiky, které budou vysvětleny dále.

Graf 1 | Pozice v systému TARGET vybraných zemí, období 2002–2015, mil. EUR



Zdroj: vlastní zpracování, data z: www.eurocrisismonitor.com.

- 1 Autoři rozlišují tzv. vnitřní peněžní zásobu (inside money), která byla vytvořena příslušnou NCB a která obíhá v dané zemi (resp. byla poskytnuta domácím bankám). Naproti tomu tzv. vnější peněžní zásoba (outside money) je peněžní zásoba vytvořená jinou NCB, avšak obíhající v dané zemi. Je to ta část peněžní zásoby, která přitekla ze zahraničí.
- 2 Dále také TARGET pohledávka nebo TARGET pohledávky.
- 3 Dále také TARGET závazek nebo TARGET závazky.

Přibližně do konce roku 2007 žádná země a její centrální banka neměla významnější pozici v systému TARGET. Od této doby však vidíme rozdílný vývoj veličiny u jednotlivých zemí. Nejvýraznější je kladná pozice v systému TARGET německé centrální banky dosahující maxima ke konci roku 2012 ve výši přes 700 mld. EUR. Kladnou pozici v systému TARGET dosahují ještě Nizozemí a Finsko, zbytek EMU eviduje TARGET závazek. Nejvýraznější negativní pozice připadají na země GIPS (Řecko, Irsko, Portugalsko, Španělsko). Od počátku roku 2013 pozorujeme částečnou korekci pozic, kdy se snižují TARGET pohledávky i závazky sledovaných zemí EMU.

Základní popis vzniku pozice v systému TARGET lze nalézt také v Cecchetti et al. (2012) nebo Abad et al. (2012). Použijeme však schéma z práce Febrero a Uxó (2013), které je velmi názorné a obsahuje rovněž reakce bankovního sektoru. Autoři (Febrero a Uxó, 2013:3-7) popisují fungování systému TARGET s pomocí dvou komerčních bank podnikajících v různých zemích EMU, v jejich případě se jednalo o země Španělsko s Německem (dále označeny jako SKB a NKB), a jejich centrálních bank (Banco de España, dále SCB, a Deutsche Bundesbank, dále NCB) spolu s ECB, která systém TARGET spravuje. Klíčovým momentem je přesun depozit ze španělské komerční banky do německé komerční banky. Pracuje se zde s předpokladem endogenních peněz, kdy banky vytvářejí depozita (peníze) poskytováním úvěrů⁴. Dalším předpokladem je existence povinných minimálních rezerv, které musí banky vytvářet a držet na účtech u své centrální banky.

Španělská komerční banka poskytla klientovi úvěr ve výši 100 jednotek za účelem nákupu nemovitosti, čímž vytvořila depozitum ve stejné výši. Španělská centrální banka, součást Eurosystému, poskytuje prostředky ve výši 10 jednotek nutné pro splnění povinnosti udržování povinných minimálních rezerv, které jsou uloženy na účtu centrální banky. Obvykle se jedná o poskytnuté financování skrze hlavní refinanční operace (MRO⁵) s použitím určeného druhu aktiv (obvykle státní dluhopisy) jako kolaterálu. Následující schéma shrnuje uvedené předpoklady autorů v oblasti národního bankovního sektoru.

Schéma 1 | Agregátní bilance modelového španělského bankovního sektoru

Španělská centrální banka - SCB			
MRO - Hlavní refinanční operace	10	Rezervy bank	10
Španělská komerční banka – SKB			
Úvěr	100	Depozitum	100
Rezervy u SCB	10	MRO - likvidita od SCB	10

Zdroj: Febrero a Uxó (2013).

Autoři dále předpokládají, že subjekt prodávající nemovitost použije část prostředků na nákup automobilu z Německa, který stojí 10 jednotek. V této modelové situaci je nutné provést převod prostředků z SKB do NKB. Španělská komerční banka přikáže své centrální bance, aby určené prostředky převedla německé komerční bance. Španělská centrální banka tak debetuje rezervní účet španělské banky a připisuje určený počet jednotek měny

4 Popis tvorby peněz úvěrováním např. v McLeay, Radla, Ryland (2014).

5 Main Refinancing Operations.

ve prospěch účtu německé centrální banky vedeného u španělské centrální banky. V této fázi pak SCB žádá NCB, aby převedla 10 měnových jednotek německé komerční bance. NCB tak provádí, připisuje uvedené množství na rezervní účet vedený pro danou německou banku, což vede ke zvýšení rezerv německé banky. Dluhy vyplývající z převodů peněz musí být ke konci dne vypořádány, tudíž vzniklé pozice jsou posunuty na TARGET a ECB (vzniká odpovídající TARGET pohledávka nebo TARGET závazek). Ke konci dne pak jednotlivé pozice nejsou bilaterální, ale protistranou je ECB, resp. celý Eurosystem. Následující schéma zobrazuje vznik pozice v systému TARGET. Důsledkem provedení platby je zvýšení rezerv a bilancí bank v Německu a naopak snížení rezerv bank, bilancí a peněžní zásoby ve Španělsku.

Schéma 2 | Platba přes systém TARGET2 a důsledky pro bilance příslušných bank

ECB					
T2 pohledávka vůči SCB			+10	T2 závazek vůči NCB	
Španělská centrální banka – SCB				Německá centrální banka – NCB	
MRO	10	Rezervy	10		
		Rezervy	-10		
		TARGET2 závazek	+10	TARGET2 pohledávka	+10
				Rezervy	+10
Španělská komerční banka – SKB				Německá komerční banka – NKB	
Úvěr	100	Depozita	100		
Rezervy	10	MRO	10		
Rezervy	-10	Depozita	-10	Rezervy	+10
				Depozita	+10

Zdroj: Febrero a Uxó (2013).

Poznámka: Tučně zvýrazněny pohyby (přírůstky) veličin oproti výchozímu stavu.

V situaci po provedení platby španělská komerční banka neplní požadavek na úroveň povinných minimálních rezerv a pokleslo jí také množství rezerv potřebných pro běžný provoz banky. SKB má několik možností doplnění rezerv. Za normálních podmínek vstoupí s poptávkou po financování na mezibankovní trh, kde NKB nabízí nadbytečné rezervy ve výši 9 měnových jednotek (princip povinných minimálních rezerv ve výši 10 %). Po dohodnutí obchodu a jeho podmínek NKB půjčuje své přebytečné rezervy obvykle v rámci repo obchodu se způsobilým aktivem (např. španělské státní dluhopisy). Úvěr je poskytnut pomocí systému TARGET, což vyváží předchozí nerovnováhu mezi španělskou a německou centrální bankou.

TARGET pohledávky a závazky jsou vyrovnány v okamžiku, kdy dojde k výměně prostředků (rezerv) na mezibankovním trhu. Španělská banka půjčkou doplní své rezervy držené u SCB. Pokud se však po skončení mezibankovního obchodu rozhodne NKB nepokračovat v úvěru a prostředky stáhne, nastane opět situace popsaná ve druhém schématu. Španělská komerční banka opět nesplňuje požadavky na výši rezerv a poptává zdroje oproti německé komerční bance řešící umístění přebytečných rezerv. SKB má mimo mezibankovní trh (pokud trh nefunguje) několik alternativních možností, jak získat

likviditu. Jedná se především o možnosti nabízené centrální bankou. Na druhé straně, v případě německé komerční banky může nastat potenciální problém v případě, že přebytečné rezervy nejsou vyjmuty z její rozvahy, což může vyvolat tlak na pokles sazeb.

Schéma 3 | Mezibankovní úvěr a jeho důsledky pro bilanci příslušných bank

ECB								
T2 pohledávka vůči SCB				+10	T2 závazek vůči NCB			+10
T2 pohledávka vůči SCB				-9	T2 závazek vůči NCB			-9
Španělská centrální banka – SCB				Německá centrální banka – NCB				
MRO	10	Rezervy	10					
		Rezervy	-10					
		TARGET2 závazek	+10	TARGET2 pohledávka	+10	Rezervy	+10	
		Rezervy	+9	TARGET2 pohledávka	-9	Rezervy	-9	
		TARGET2 závazek	-9					
Španělská komerční banka – SKB				Německá komerční banka – NKB				
Úvěr	100	Depozita	100					
Rezervy	10	MRO	10					
Rezervy	-10	Depozita	-10	Rezervy	+10	Depozita	+10	
Rezervy	+9	Úvěr od NKB	+9	Rezervy	-9			
				Půjčka SKB	+9			

Zdroj: Febrero a Uxó (2013).

Poznámka: Tučně zvýrazněny pohyby (přirůstky) oproti předchozímu stavu.

Febrero a Uxó (2013) dále jmenují čtyři možnosti, jak může německá banka (NKB) s přebytečnými rezervami naložit. První možnost autoři vidí v možném rozpůjčování těchto rezerv (vyšší úvěrování). Druhou možnost představuje jejich přímé uložení u ECB, třetí možností zůstává použití rezerv na splacení existujících závazků, v tomto případě vůči německé centrální bance, anebo čtvrtou možností je nákup určitého finančního aktiva (např. německých bondů). Německé banky využily přebytečných rezerv ke splacení přijatého financování od své centrální banky a k nákupu německých státních dluhopisů.

Jednotlivé bankovní sektory reagují na úroveň peněžních zdrojů, které mají k dispozici, operacemi se svou centrální bankou, avšak hodnoty pohledávek a závazků v systému TARGET zůstávají neměnné. Jak k procesu převodu prostředků mezi jednotlivými zeměmi dodává Sinn a Wollmershaeuser (2011), tak se jedná o přesun peněz vytvořených centrální bankou mezi komerčními bankami s tím, že španělská centrální banka debetuje účet španělské komerční banky, čímž dochází k vyjmutí prostředků z bilance bankovního sektoru a tím i ze španělské ekonomiky jako celku. Španělské centrální bance vzniká závazek vůči ECB. Německá centrální banka naopak vytváří nové peníze ve prospěch účtu německé komerční banky a peněžní zásoba roste. Vzniká také pohledávka německé centrální banky vůči ECB.

Pozice v systému TARGET – příčiny vzniku

Pokud se vybraná země EMU standardně zapojuje do obchodních a kapitálových toků a platby jsou obousměrné, nemělo by docházet k vytváření významnějších pozic v systému TARGET. Jedním z původních předpokladů při vzniku eurozóny a systému TARGET bylo, že se v něm mohou generovat věřitelské a dlužnické pozice, které však budou nevýznamné. Existuje několik pohledů na to, co byly hlavní příčiny vytvoření významných pohledávek a závazků národních centrálních bank vůči zbytku EMU.

Německý přístup diskutovaný např. v Sinn (2011a), Sinn (2011b), Sinn a Wollmershauser (2012), Abad et al. (2012) nebo Fahrholz a Freytag (2012) zdůrazňuje především roli platební bilance, když, jak uvádí Sinn a Wollmershauser (2011), pozice v systému TARGET mají být vnímány jako klasické přebytky či deficity platební bilance známé z režimu fixních kurzů. Od roku 2002 pozorujeme výrazné rozdíly v saldech běžných účtů jednotlivých zemí. Státy jižní části eurozóny (periferie) vykazovaly výrazné deficity oproti státům z tzv. jádra (např. Německo), což ukazovalo na nerovnováhy v obchodních vztazích mezi jednotlivými zeměmi EMU. Samotný deficit běžného účtu však není postačující podmínkou pro kumulaci pozic v systému TARGET, důležitá je také situace na finančním účtu platební bilance.

Do roku 2008 byly deficity běžných účtů zemí periferie EMU financovány přílivem kapitálu z jiných zemí, tedy přebytky finančních účtů jejich platební bilance. Po roce 2008 však dochází k obratu, když se přítok kapitálu zastavil a pozitivní salda finančních účtů se začala výrazně zmenšovat. Vše je spojeno s nárůstem rizika a volatility na finančních trzích, kdy se investoři začali zbavovat investic v jimi považovaných rizikových oblastech, v tom i v periferních zemích EMU. Banky ze zemí jádra zareagovaly snižováním expozic v poskytnutém financování vůči bankám pocházejícím z rizikových zemí. Transakce zahraniční investorů však nepředstavují všechny transakce týkající se finančního účtu. K nim je třeba přidat i transakce domácích subjektů, kteří reagují na nastalou situaci. Faktor nejistoty ohledně setrvání dané země v eurozóně způsoboval reakci domácího obyvatelstva, které začalo převádět své úspory do jiných zemí (např. Německo), čímž se odliv kapitálu zesiloval. Abad et al. (2012) tyto jevy nazývají jako „credit and deposit flight“⁶. Kombinace deficitů běžných účtů se stahováním investic ze zemí periferie EMU vedla ke kumulaci výrazných pozic v systému TARGET po roce 2010.

Německý přístup akcentuje deficity běžného účtu, jako výchozí předpoklad kumulací TARGET pozic. Sinn (2011a) dodává, že přítok soukromého kapitálu do zemí periferie EMU, které si vytvořily nejvýznamnější TARGET závazky, byl po roce 2010 nahrazen přítokem zdrojů od národních centrálních bank. Německý přístup k problematice TARGET nabádá k obnovení konkurenceschopnosti zemí s deficity běžných účtů, jako předpokladu pro nevytváření závazků v systému TARGET. Deficity běžných účtů ve vybraných zemích EMU byly podle Sinna kryty „TARGET loans“, kdy autor vidí problematiku v tom smyslu, že Bundesbanka v konečném důsledku svojí pohledávkou financovala deficity

6 Volně lze přeložit jako odliv úvěrů a depozit. Banky se sídlem v zahraničí na mezibankovním trhu neobnovují dříve poskytnuté financování bankám z vybrané země a kdy navíc dochází k přesunům klientských depozit z vybrané země do bank se sídlem v zahraničí v důsledku obav ohledně vystoupení z EMU či bankrotu dané země.

běžných účtů ve státech jižního křídla eurozóny. Sinn a Wollmershaeuser (2011) definují obecně přírůstek TARGET závazku (ΔT) pomocí rovnice:

$$\Delta T = L - L_N + K - K_N, \quad (1)$$

kde L vyjadřuje celkový deficit běžného účtu proti všem jiným státům, L_N postihuje deficit běžného účtu ve vztahu k zemím mimo EMU, proměnná K představuje čistý export kapitálu do všech jiných států a K_N vyjadřuje čistý export kapitálu do zemí mimo EMU.

Co se týká charakteristik TARGET pozic, tak Sinn a Wollmershaeuser (2011) je nevidí pouze jako položky v bilanci centrální banky vzniklé pomocí clearingů, ale rovněž jako vztahy ve formě pohledávek a závazků, které mají charakter úvěrových vztahů, k nimž náleží také úrok. Upozorňují, že centrální banka na jedné straně transakce musí vytvořit peněžní prostředky bez toho, aniž by obdržela adekvátní tržní aktivum či pohledávku vůči bance ze svého bankovního sektoru (případ Bundesbanky). Nově vytvořené prostředky připsané na pasivech na účet bankovního sektoru jsou kompenzovány na straně aktiv pohledávkou vůči ECB potažmo celému Eurosystemu. Na druhé straně, centrální banka (např. Řecka či Španělska) zničí peněžní prostředky bez odpovídající změny na straně aktiv, tj. poklesu finančních aktiv či pohledávek vůči svému bankovnímu sektoru. Vzniklý vztah se kompenzuje vytvořením TARGET závazku (strana pasiv). Proto autoři uvádějí, že TARGET závazek centrální banky daného státu je úvěr danému státu poskytnutý Eurosystemem a TARGET pohledávka představuje úvěr poskytnutý Eurosystemu, který příjemce používá na nákup zahraničních aktiv a importovaného zboží.

Pohledávky nebo závazky, které centrální banky mají vůči zbytku Eurosystemu, se úročí měnově politickou sazbou (sazba z hlavních refinančních operací). Whelan (2014) vysvětluje, že úrokový výnos či náklad spojený s TARGET pozicí, se vyrovnává (částečně či úplně) na druhé straně bilance příslušné centrální banky. V případě, že se jedná o centrální banku, která poskytla financování bankám ve svém bankovním sektoru se sazbou ve výši vyplývající z MRO a tyto prostředky byly použity na úhradu nákupu aktiv či zboží ze zahraničí (na tvorbu TARGET závazku), je úroková pozice neutrální. Úrokové příjmy z měnově politických operací (ve výši MRO sazby) jsou plně kompenzovány úrokovými výdaji spojenými s TARGET závazky, rovněž úročenými sazbou MRO. Situace je analogická na straně centrální banky, která je v pozici příjemce finančních prostředků. Uvedená centrální banka eviduje pohledávku vůči zbytku Eurosystemu úročenou MRO sazbou. Úrokové příjmy z pohledávky jsou kompenzovány úrokovým nákladem vznikajícím na depozitních facilitách, které bankovní sektor může u své centrální banky využít pro umístění přebytečné likvidity vzniklé z příjmů finančních prostředků ze zahraničí.

U TARGET pozic není stanovena žádná splatnost. Centrální banky s TARGET závazky tak nejsou pod žádným tlakem, do kdy a jak by měly vzniklé pozice vyrovnat a naproti tomu centrální banky s TARGET pohledávkami nemají rovněž určený horizont pro vyrovnání svých pohledávek. Posledním významným rysem TARGET pozic je fakt, že není nijak zajištěna, nepřísluší k nim žádný kolaterál, který by zajišťoval a zlepšoval postavení věřitele. Whelan (2014) uvádí, že v případě pohledávky vůči ECB (potažmo zbytku Eurosystemu), jako autoritě, která má právo k tvorbě nových peněz, není kolaterál nezbytný. Autor také odmítá názor, že TARGET závazky jsou zajištěny státními dluhopisy, které byly bankami zastaveny při čerpání financování od centrální banky v rámci

měnově politických operací. Autor správně argumentuje, že zastavené státní dluhopisy zůstávají dále v bilancích komerčních bank, když neexistuje mechanismus, jak by dané bondy mohly být použity pro případné uhrazení TARGET závazků.

Tabulka 1 | Přehled základních charakteristik TARGET pozic

Charakteristika:	SPLATNOST	ZAJIŠTĚNÍ	ÚROČENÍ
Stav:	Ne	Ne	Ano (sazba MRO)

Zdroj: vlastní zpracování.

V protikladu s německým přístupem existuje proud ekonomů, kteří nahlíží na TARGET pozice a příčiny jejich vzniku z jiného úhlu. Tento přístup označíme jako „alternativní přístup“, popsán např. v Febrero a Uxó (2013). Autoři přiznávají, že EMU prochází velmi obtížným obdobím, když mnoho problémů vzniklo jako důsledek nerovnováh spojených s běžnými účty platební bilance členských států. Avšak zásadní rozdíl oproti „německému přístupu“ tkví v pohledu na příčinu vzniku TARGET závazků zemí periferie, jelikož do popředí se dostává hlavně finanční účet platební bilance s názorem, že nerovnováhy v systému TARGET po roce 2008 byly způsobeny právě zvratem na finančních účtech. Do roku 2007 byly deficity běžných účtů zemí periferie EMU kryty přebytky finančních účtů, k čemuž přispěl přitékající kapitál ze zemí jádra s přebytky běžných účtů. Poté však nastal obrát, institucionální investoři (včetně bank) začali v období zvýšené nejistoty hledat bezpečné alokace pro svoje investice, načež začali stahovat kapitál z rizikových zemí či aktiv (mezibankovní úvěry nebo dluhopisy zemí GIPS). Nerovnováhy vzniklé v systému TARGET tak jsou v pojetí „alternativního přístupu“ výsledkem masivního přesunu depozit z periferních zemí do zemí jádra, především pak Německa.

Autoři oponují „německému přístupu“, když nesouhlasí s tvrzením, že ECB poskytla bail-out zemím se závazky v systému TARGET, aby se vyhnuly bolestným reformám vedoucím k růstu konkurenceschopnosti. Nejedná se tedy o skrytý bail-out na náklad německých úspor, ale o defenzivní a automatickou odpověď evropské měnové autority na krizi v EMU. Nerovnováhy v TARGET pozicích se mohou vrátit k normálu s obnovou důvěry na mezibankovním trhu. TARGET pozice, resp. závazky v tomto systému, mají limitu stanovenou množstvím kolaterálu, který mohou komerční banky poskytnout své centrální bance při čerpání financování.

Faktor měnové politiky, jako předpoklad umožňující zemi kumulovat TARGET závazky, vyzdvihuje rovněž Whelan (2014), když TARGET pozice dané země je formována soukromými kapitálovými toky a měnově politickými operacemi odsouhlasenými ECB. Autor svými propočty ukazuje, že TARGET pozice byly především vytvořeny odtokem kapitálu (deposit flight) ze zemí periferie EMU tvořeném rovněž snižováním expozic komerčními bankami jádra EMU. Komerční banky zemí GIPS čerpaly financování od svých národních centrálních bank, přičemž i tyto zdroje byly použity pro platby do zahraničí. Závislost mezi změnou veličiny salda běžného účtu a TARGET pozicemi není prokázána. Země GIPS měly před rokem 2008 velmi nízké TARGET pozice i navzdory velkým deficitům běžných účtů platební bilance. Naopak významné TARGET závazky se objevily v období, kdy uvedené problémové země snižovaly deficity běžných účtů nebo dokonce zaznamenaly přebytky běžného účtu (např. Irsko), což se týká období po roce 2008.

Cecchetti et al. (2012) rovněž rozlišuje ve vazbě na vznik či příčiny TARGET nerovnováh dva přístupy. První přístup, označený jako toková interpretace (tzv. flow interpretation) charakterizuje názor, že TARGET pozice korespondují s vývojem na běžném účtu platební bilance dané země, respektive jeho financováním. Deficity na běžném účtu budou vytvářet trvalé nerovnováhy v TARGET pozicích. Uvedené odpovídá v našem případě spíše tzv. „německému přístupu“. Druhý přístup však interpretuje TARGET pozice ve vztahu k finančnímu účtu, resp. jejich vznik souvisí s obraty na finančním účtu platební bilance, což je označeno jako tzv. „stock“ interpretace. Autoři v otázce interpretace TARGET pozic analyzovali, zda jsou nejlépe vysvětlitelné pomocí sald běžných účtů nebo zda spíše odráží zvraty na finančních účtech a s nimi spojenými kapitálovými toky, jejichž směr odrážel zvýšené vnímání kreditního rizika na finančních trzích. Výsledkem analýzy bylo potvrzení vlivu obou veličin, tedy běžného a finančního účtu platební bilance, avšak s tím, že v první polovině roku 2012 kapitálové toky významně ovlivňovalo vyrovnávání se s redenominačním rizikem (tzv. redenomination risk). Redenominační riziko lze definovat podle autorů jako riziko finanční ztráty pro určitý subjekt (zde např. banku) za předpokladu, že jeden nebo několik států vystoupí z eurozóny a zavede vlastní měnu, což povede k poklesu hodnoty lokálních aktiv.

Návrhy řešení nerovnováh v systému TARGET

V literatuře se k tématu objevují návrhy řešení jak nerovnováh v systému TARGET, tak přebytků nebo nedostatků likvidity vybraných bankovních sektorů. Svůj pohled na možná řešení představuje H. W. Sinn ve svých příspěvcích Sinn (2011a) a Sinn (2012b), i když je třeba podotknout, že se jeho názor na řešení nerovnováh v čase vyvíjel. Nejprve Sinn rozvíjí ideu, že by ECB měla navést centrální banky ze zemí GIPS k tomu, aby požadovaly při poskytování financování bankám v rámci měnově politických operací výrazně kvalitnější kolaterál. K tomu by se měly stanovit limity na maximální povolenou velikost TARGET pozice. Limity by sice neodstranily problém deficitů běžných účtů, ale mohly by přispět k omezení toků soukromého kapitálu financujícího tyto deficity. Stanovení limitů na TARGET pozice bylo podle autora fundamentálně správnou politikou, jak kontrolovat deficity běžných účtů ve srovnání s politikou opatření na straně úrovně mezd, která je vhodná pro centrálně plánované ekonomiky. Následně si však Sinn všímá fungování platebního systému v USA, přičemž by si aplikaci principu pravidelného umořování dovedl představit například tak, že by TARGET závazky byly ročně spláceny zlatem, měnovými rezervami nebo jinými na trhu likvidními aktivy⁷, které si však stát, potýkající se s vysokým TARGET závazkem, nemůže sám vytvořit.

Febrero a Uxó (2013) vyjadřují nesouhlas s názory H. W. Sinna nejen na příčiny, ale také na řešení vzniklých TARGET pozic. Autoři nesouhlasí s pohledem na situaci jako by se jednalo o standardní krizi platební bilance v systému fixního kurzu, kdy by postižené země, v našem případě GIPS, měly přijmout strukturální reformy založené mimo jiné na poklesu mezd, fiskální přísnosti či zvyšování úrokových sazeb s cílem získání kapitálu na zaplacení svých závazků. Výše uvedené kroky nemusely být učiněny, protože Eurosystém prostřednictvím příslušných centrálních bank poskytl zdroje pro financování přeshraničních závazků. Autoři odmítají stanovení limitů na TARGET pozice

7 Tzv. marketable assets.

či jejich pravidelné umořování pomocí likvidních aktiv s odkazem na příčinu vzniku TARGET pozic, které vidí jako přirozený důsledek masivního transferu depozit z periferie EMU do Německa. Úvěry poskytnuté bankám periferie nepředstavují samostatnou, dobrovolnou měnovou politiku ECB, ale logický důsledek cíle zajištění stejných krátkodobých úrokových sazeb a hladkého fungování systému pro vypořádání plateb pro celou eurozónu. Opatření ve formě stanovení limitů na TARGET pozice by znamenala problémy s přeshraničními platbami.

Stanovení limitů velikosti TARGET pozic nebo limitování hlavních refinančních operací (MRO) bylo odmítnuto i v příspěvcích Whelan (2011) a Whelan (2014). Autor rozvádí, co by uvedená opatření v praxi znamenala zejména při provádění plateb z vybrané země EMU do zahraničí. V takové situaci by klient, např. irské komerční banky, v situaci, kdy Irsko a jeho bankovní sektor narazil na maximální povolenou výši TARGET závazku, i přes dostatek finančních prostředků na svém běžném účtu, nemohl realizovat platbu do zahraničí, kterou by uhradil nákup zboží či služeb. ECB by tak odmítla s odkazem na vyčerpání povoleného TARGET závazku platbu provést. Jinými slovy by nastala situace, kdy peněžní prostředky v měně euro složené na běžném účtu komerční banky v Irsku neplní stejnou funkci, jako například peněžní prostředky v měně euro složené na běžném účtu vedeném bankou v Německu nebo Nizozemsku. Eura na běžných účtech zemí, které by vyčerpaly povolený limit TARGET závazků, by ztratila jednu ze základních funkcí peněz, a to funkci prostředku směny. Neprovádění plateb mezi jednotlivými členskými zeměmi by vedlo ke konci společné evropské měny.

Whelan (2014) vidí mnohem konstruktivnější řešení velikosti vygenerovaných TARGET pozic v umořování závazků pomocí měnově politických aktiv na pravidelné roční bázi. Každá centrální banka má určité portfolio aktiv vyplývajících z provádění měnově politických operací. Jedná se především o zajištěné úvěry poskytnuté komerčním bankám nebo nakoupené státní dluhopisy. Národní centrální banky s kladnou TARGET pozicí by tak mohly každý rok převzít vlastnictví určeného objemu měnově politických aktiv nashromážděných národními centrálními bankami zemí se zápornou TARGET pozicí, čímž by došlo k vyrovnání pozic. Za přerozdělování aktiv mezi centrální banky s TARGET pohledávkou by mohla být zodpovědná ECB, která by pozice vyrovnávala. Uvedeným postupem by se každý rok TARGET pozice vyrovnávaly na nulu. Získání měnově politických aktiv by např. znamenalo pro německou Bundesbanku vytvoření expozice a s ní spojené kreditního rizika vůči španělským či irským bankám nebo dokonce vůči samotným státům. Avšak na daná aktiva by se vztahoval princip sdíleného rizika, jelikož se jedná o aktiva nashromážděná přes odsouhlasené měnově politické operace. Zatímco výše rizika by byla limitována (ztráta rozpočtena dle kapitálového klíče ECB mezi jednotlivé centrální banky), tak úrokový výnos by plně inkasovala Bundesbanka.

Autor také představuje přístup umořování TARGET závazků pomocí zajištěných státních dluhopisů. TARGET závazky by tak byly vyrovnány přesunem zajištěných státních bondů do rozvah centrálních bank s TARGET pohledávkami, přičemž takové dluhové cenné papíry by mohly být zajištěny nemovitostmi ve vlastnictví státu nebo budoucími daňovými příjmy. Rozdíl oproti variantě umořování s pomocí měnově politických aktiv tkví v tom, že do celého procesu vypořádávání TARGET pozic by přibyl další subjekt a to vláda země s TARGET závazkem. Tento postup řešení nerovnováh by však mohl mít přinejmenším dvě negativní implikace pro danou zemi. Jednak se vytváří tlak na růst velikosti veřejného dluhu dané země tím, že stát by musel navíc k deficitům státního rozpočtu pokrývat z emisí

dluhopisů také vzniklé TARGET závazky, což může následně vést ke zhoršení kreditního ratingu a také k nárůstu požadovaných výnosů u nových emisí státních dluhopisů. Dále by se na finančním trhu objevil nový investiční instrument, který by změnil zavedený stav a postavení věřitelů. Dluhopisy pro vyrovnání nerovnováh v systému TARGET by byly určitým způsobem zajištěny, což by významně snižovalo kreditní riziko pro jejich držitele.

V české literatuře se zmiňuje o problematice nerovnováh v systému TARGET např. Tomšík a Mandel (2012) nebo Dědek (2013), který konstatuje, že TARGET pozice mají být především chápány jako záznam veškerých přeshraničních bezhotovostních transakcí, nikoliv pouze ve vazbě na finanční toky spojené s běžným účtem platební bilance. TARGET pohledávka německé centrální banky, resp. její věřitelská pozice, neměla žádný negativní vliv na úvěrování německého bankovního sektoru. Autor odmítá regulaci TARGET pozic, jako možný nástroj vedoucí ke zmírnění či oslabení obchodních nerovnováh v EMU. TARGET pozice by měly být vnímány jako účetní zachycení uskutečňovaných plateb v rámci bezhotovostního platebního styku. Zásahy do platebního systému by znamenaly pro euro ztrátu důvěryhodnosti jako spolehlivého platebního prostředku. Pokud by se eurozóna rozpadla do několika oddělených a nespolečných platebních okruhů, jednalo by se pravděpodobně o konec měnové unie. Příspěvek lze zařadit spíše do kategorie alternativního přístupu zdůrazňujícího roli finančního účtu, neboť důvodem vzniku nerovnováh v systému TARGET je nástup finanční krize, která vede k nedůvěře a nárůstu rizikové averze na finančních trzích, což se projevuje mimo jiné i omezením obchodování s depozity mezi bankami navzájem a odlivem kapitálu z určitých zemí. Dědek (2013) vidí řešení v tom, že po plném odeznění důsledků finanční krize a návratu důvěry na finanční trhy, se finanční toky vrátí do původního stavu, což povede k vyrovnání TARGET pozic a celá debata o těchto nerovnováhách zmizí.

Závěr

Platební systém TARGET2 představuje jednu z klíčových složek nepostradatelných pro fungování měnové unie v Evropě, která zabezpečuje platební styk mezi zúčastněnými finančními institucemi. Pozice vytvořené v tomto systému představují pohledávky nebo závazky konkrétních centrálních bank vůči Eurosystemu, které jsou zaúčtované na straně aktiv nebo pasiv jejich bilancí. TARGET pozice by primárně měly být chápány jako zachycení pozice vybrané země z perspektivy uskutečněných finančních toků vyplývajících z transakcí zahrnutých na běžném i finančním účtu k určitému časovému okamžiku vůči ostatním zemím EMU.

Velikost TARGET pozice vytvářely všechny transakce dané země s ostatními členy EMU zaznamenané na běžném nebo finančním účtu. Německý přístup zdůrazňující roli běžného účtu při formování nerovnováh je určitě opodstatněný, avšak deficit běžného účtu nepředstavuje postačující podmínku pro vytvoření TARGET pozice. Tvzení potvrzuje období do roku 2008, kdy deficity běžných účtů zemí GIPS byly kryty přílivem kapitálu ve formě různých investic.

Pokud by v roce 2008 nenastoupila finanční krize se svými důsledky, diskuze o TARGET pozicích by možná ani nemusela začít nebo by začala později díky skutečnosti, že by nerovnováhy nedosahovaly objemů v rámci desítek až stovek miliard EUR. Tím se dostáváme k roli finančního účtu, čímž také potvrzujeme závěry alternativního přístupu, že změna finančních toků ve formě stahování investic a odtoku deposit ze zemí

periferie přispěla k navýšení nerovnováh v platebním systému TARGET. Nicméně nelze se však ztotožnit se závěry pouze tohoto přístupu bez ohledu na vývoj na běžném účtu. Pokud má vybraná země deficit běžného účtu, tak aby dosahovala určité úrovně vnější rovnováhy a nenavyšování TARGET závazků, musí minimálně stejný objem prostředků přilákat na investicích ze zahraničí.

Příčiny nerovnováh v systému TARGET lze nalézt současně na straně běžného i finančního účtu a jejich řešení, zejména v případě významných závazků, by se také mělo hledat u obou těchto položek zároveň, nikoliv odděleně. Při deficitech běžného účtu nelze spoléhat pouze na fakt, že země dokáže přilákat odpovídající množství zahraničního kapitálu, který bude podporovat nevytváření TARGET závazků. Německý přístup zdůrazňující získání konkurenceschopnosti vedoucí ke zlepšení situace výkonové bilance by určitě neměl být odmítán, i když zásadní otázkou zůstává, jak by země zahrnuté do měnové unie měly získat vyšší konkurenceschopnost, když k tomuto již nemohou využívat nástroje v podobě nominálního měnového kurzu a jeho případného znehodnocení či devalvace. Snížení deficitů běžných účtů vede ve vztahu k vyrovnané TARGET pozici ke snížení nároků na přítok kapitálu, čímž by se vybraná země stala více imunní vůči přesměrování a stahování kapitálu zahraničními investory.

ECB ve svém příspěvku⁸ z roku 2013 konstatuje, že TARGET pozice jsou výsledkem přeshraničních toků a odrážejí také makroekonomické nerovnováhy, nedůvěru v bankovní sektor a stres na finančních trzích. Především faktor nedůvěry, v bankovní sektory určitých zemí periferie EMU, se odrazil ve stahování investic do zemí jádra po roce 2008. TARGET pozice reprezentují distribuci likvidity v rámci měnové unie, přičemž nelze mluvit o vytváření nových peněz na úrovni eurozóny, jelikož peníze vytvořené v periférii EMU, které byly přeposlány do jádra, pak byly uloženy u centrální banky.

Řešení v podobě stanovení limitů na TARGET pozice není proveditelné, protože by bylo v rozporu s volným pohybem kapitálu uvnitř měnové unie. Znamenalo by to další nejistotu pro investory, kteří by nevěděli, co se stane v případě naplnění limitu. Řešení naopak spočívá ve zlepšení hospodářských politik, fiskální situace jednotlivých členských zemí eurozóny spolu s obnovením důvěry v bankovní systém obecně. Nerovnováhy pomůže také překonat omezení finanční fragmentace, a také vytvoření příslušného institucionálního rámce měnové unie a mechanismů v podobě jednotného dohledu nad finančními institucemi a nastavení řešení v situaci, kdy se evropské banky dostanou do významných potíží.

Literatura

ABAD, José; LOFFLER, Axel; SCHNABL, Gunther; ZEMANEK, Holger (2012). Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU. *Working Paper, No. 105 Universität Leipzig* ISSN 1437-9384. Dostupné z:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2030706.

CECCHETTI, Stephen G.; MCCAULEY Robert N.; MCGUIRE Patrick M (2012). Interpreting TARGET2 balances. *BIS Working Papers*. ISSN 1682-7678. Dostupné z:

<http://www.bis.org/publ/work393.pdf>.

Deutsche Bundesbank (2014). Annual report 2014. Dostupné z: <https://www.bundesbank.de/>.

8 ECB: TARGET balances in 8 minutes.

- DĚDEK, Oldřich (2013). *Historie evropské měnové integrace - doba eura*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky. ISBN 978-80-86729-91-6.
- ECB (2013). TARGET balances in 8 minutes. In: Youtube. Dostupné z: https://www.youtube.com/watch?v=kMC_Ns4sJS.
- ESTRADA, Angel; GALÍ, Jordi; LÓPEZ-SALIDO, David (2012). Patterns of convergence and divergence in the euro area. *13th Jacques Polak Annual Research Conference*, Dostupné z: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2012/arc/pdf/ELS.pdf>.
- FARHHOLZ, Christian; FREYTAG Andreas (2012). Will TARGET2-Balances be Reduced again after an End of the Crisis? *Global Financial Markets No. 30*. Dostupné z: http://pubdb.wiwi.uni-jena.de/pdf/wp_hlj30-2012.pdf.
- FEBRERO, Eladio; UXÓ, Jorge (2013). Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view. *Working Papers Departamento de Análisis Económico y Finanzas de la UCLM*. ISSN 1989-4856. Dostupné z: <http://www.uclm.es/dep/daef/DOCUMENTOS%20DE%20TRABAJO/DT-2013/2013-2%20DT-DAEF.pdf>.
- GARBER, Peter M. (1999). The target mechanism: will it propagate or stifle a stage iii crisis?*. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, (51), Dostupné z: http://www.target-2.eu/up/datei/target_mechanism.pdf.
- LANE, Philip R. (2006). The real effects of EMU. *IIIS Discussion Paper* 115. Dostupné z: <http://www.tcd.ie/iiis/documents/discussion/pdfs/iisd115.pdf>.
- MATHIEU, Catherine; STERDYNIK, Henri (2007). How to deal with economic divergences in EMU?. *OFCE paper* 14. Dostupné z: <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2007-14.pdf>.
- MCLEAY, Michael; RADLA Amar; RYLAND, Thomas (2014). Money creation in the modern economy. *Quarterly Bulletin Bank of England vol. 54, no.1*. ISSN 0005-5166. Dostupné z: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>.
- SCHLESINGER, Helmut (2011). Die Zahlungsbilanz sagt es uns. *IFO Schnelldienst vol 64, No. 16*, p. 9–11. Dostupné z: http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocB.../ifosd_2011_16_2.pdf.
- SINN, Hans-Werner; WOLLMERSHAEUSER, Timo (2011). Target loans, current account balances and capital flows: The ecb's rescue facility. *NBER Working Paper*, (1726), Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w17626.pdf>.
- SINN, Hans-Werner (2011). The ECB's Secret Bailout Strategy. *Project Syndicate*. Dostupné z: <http://www.koreaherald.com/view.php?ud=20110506000678>.
- SINN, Hans-Werner (2011). The ECB's stealth bail-out. *Voxeu*. Dostupné z: <http://www.cesifo-group.de/>.
- TOMŠÍK, Vladimír; MANDEL, Martin (2012). Nový rozměr finanční nerovnováhy eurozóny. *Bankovníctví* 30.3.2012. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_120330_tomsik_bankovnictvi.html
- WHELAN, Karl (2011). Is there a hidden Eurozone bail out? *Voxeu*. Dostupné z: <http://www.voxeu.org/article/there-hidden-eurozone-bailout>.
- WHELAN, Karl (2014). TARGET2 and Central Bank Balance Sheets. *Economic Policy*. Dostupné z: <http://economicpolicy.oxfordjournals.org/content/29/77/79>.