

Bailout w Eurosystemie – czyli jak kreatywnie nie spłacać swoich rachunków

Autor: **Philipp Bagus**

Źródło: mises.org

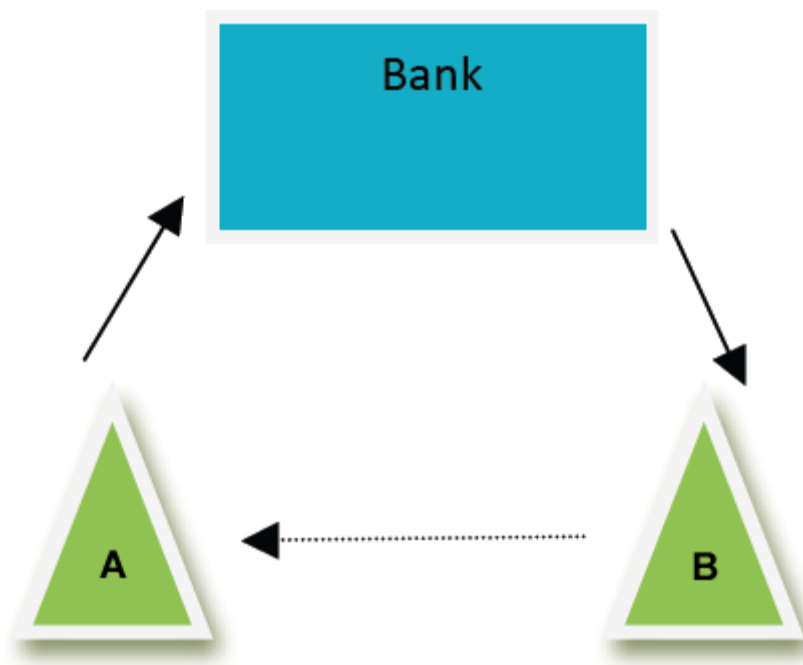
Tłumaczenie: **Jan Fabiusz Wróbel**

Ostatnio w Europie odbyła się żywiołowa dyskusja nt. [Systemu TARGET2](#) (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2*; „Transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym”), który jest wspólnym systemem rozliczeniowym strefy euro¹. Znaczenie tego systemu oraz jego saldo wzbudzają mieszane opinie. Niektórzy ekonomiści, szczególnie Hans-Werner Sinn, wskazują na to, że TARGET2 to system wzajemnej pomocy przed upadkiem. Inni zaciekle temu zaprzeczają. Jürgen Stark z Europejskiego Banku Centralnego (EBC) posunął się do stwierdzenia, że niektórzy komentatorzy mogą utracić swoją reputację jako poważni uczeni, jeśli będą upierać się, że TARGET2 to ukryty instrument ratowania upadających gospodarek.

Należności i zobowiązania TARGET2 kumulowane są od początku kryzysu finansowego. Podczas gdy peryferyjne kraje zadłużają się dzięki TARGET2, w kwietniu 2012 r. wierzytelności Bundesbanku wobec TARGET2 wynosiły 644 mld EUR. To niemal 8 000 EUR na jednego obywatela Niemiec.

Czy TARGET2 służy więc jako przykrywka dla bailoutu peryferyjnych krajów żyjących ponad stan? By odpowiedzieć na to pytanie, zacznijmy od prostego przykładu dwóch klientów, korzystających z banku, aby rozliczyć się ze swoich płatności.

¹ Najlepszy wstęp i analiza systemu TARGET2 może być odnaleziona w artykule Stefana Homburga, "Anmerkungen zum Target-2-Streit," *Wirtschaftsdienst*, volume 91, numer 3 (2011): pp. 536–530. Moja analiza i wykresy podążają tokiem myślenia Homburga.



Rysunek 1 - Funkcjonowanie systemu Target2 na przykładzie dwóch klientów jednego banku

Klient A sprzedaje za 100 EUR dobro lub usługę klientowi B. W terminologii handlu międzynarodowego, A ma teraz saldo dodatnie na rachunku bieżącym, podczas gdy B posiada saldo ujemne na rachunku bieżącym. Po transakcji (oznaczonej linią przerywaną na obrazku 1) A posiada wierzytelności wobec banku na kwotę 100 EUR. B ma wobec banku dług na 100 EUR. Strzałki wskazują kierunki zadłużenia — prowadząc do dłużników.

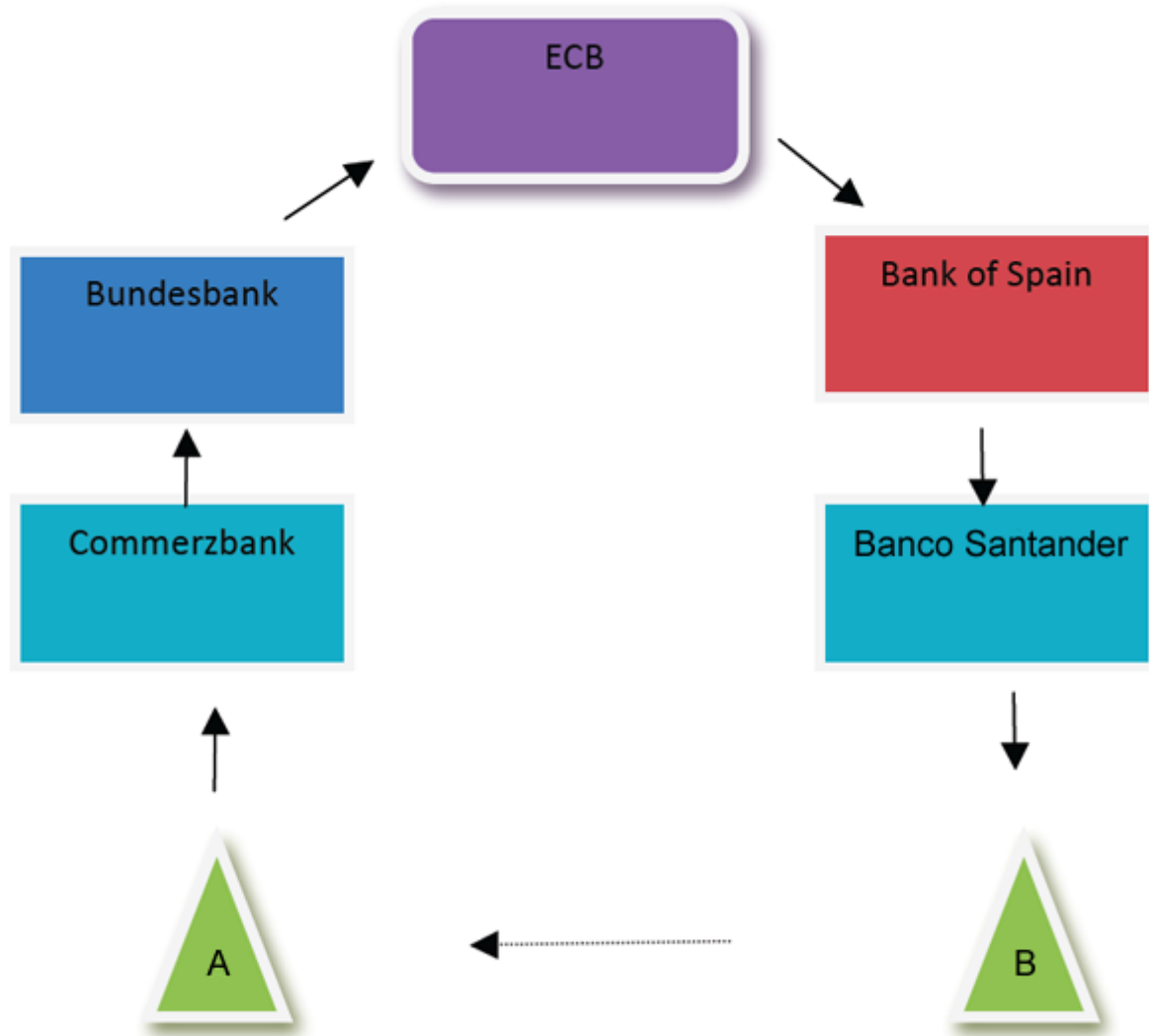
A ma teraz trochę oszczędności w banku, których może użyć np. na emeryturze. B musi wyprodukować coś o wartości wystarczającej do spłaty długu. A zostanie w końcu spłacony dobrami B, mogącymi utrzymać A na emeryturze.

Dla A ważne jest, aby kredyt udzielony B był zabezpieczony dobrym poręczeniem lub zabezpieczeniem, takim jak obligacja wysokiej jakości lub nieruchomości. Pod nieobecność zabezpieczenia dla pożyczki powstaje problem w przypadku niespłacenia długu przez B np. w wyniku jego śmierci. Jeśli bank nie ma innych dóbr, aby zrekompensować niespłaconą pożyczkę, A zostanie z roszczeniami wobec upadłego banku.

Oczywiście jeśli bank posiada przywilej druku banknotów (prawnego środka płatniczego), to nie zbankrutuje, bo może spłacić A nowo wydrukowanymi pieniędzmi. Jednak A spłacony zostanie zwykłym papierem — w naszym scenariuszu bezwartościowym roszczeniem, ponieważ B nie wyprodukował niczego przed śmiercią. Co więc A może kupić za nowo wydrukowany papier?

Poziom życia A spadnie na emeryturze, ponieważ jego bogactwo opiera się tylko na papierze.

Przyjmijmy teraz, że A mieszka w Niemczech, zaś B w Hiszpanii. Dodatkowo założmy, że niemiecki bank klienta A to Commerzbank, a hiszpański bank klienta B to Banco Santander. Dodamy jeszcze do tego modelu dwa centrale banki narodowe oraz EBC.



Rysunek 2 - Funkcjonowanie TARGET2 na przykładzie dwóch klientów banków niemieckiego i hiszpańskiego

Znowu zakładamy, że A sprzedaje (w tym przykładzie będzie to eksport) B dobra warte 100 EUR. Po zakończeniu płatności A otrzymuje roszczenie wobec Commerzbanku. Rachunek banku klienta A wzrasta o 100 EUR. B dostaje 100 EUR pożyczki od Banco Santander (albo wycofuje 100 EUR ze swojego rachunku bieżącego w Banco Santander). Commerzbank otrzymuje wierzytelność wobec Bundesbanku (lub zmniejsza u niego swoje refinansowanie), podczas gdy Banco

Santander zwiększa swoje refinansowanie w Banku Hiszpanii (lub zmniejsza swoją nadwyżkę rezerw).

Na najwyższym poziomie analizy Bundesbank zapisuje na swoim koncie roszczenia wobec EBC, podczas gdy Bank Hiszpanii ma wobec EBC zobowiązanie. U podłoża tej całej procedury leży import dóbr do Hiszpanii sfinansowany przez Banco Santander, który wytworzył nowe pieniądze w formie pożyczki dla B. Kreacja pieniądza skutkuje zatem w TARGET2 powstaniem zobowiązania Banku Hiszpanii względem EBC i należności Bundesbanku wymagalnej od EBC.

Porównajmy metody TARGET2 z finansowaniem importu w standardzie złota. W obu systemach nadwyżka importu sfinansowana może być przez import kapitału, to znaczy A czy Commerzbank może kupić obligacje od B. Jeśli w standardzie złota nie ma wystarczającej ilości prywatnego kapitału, import musi zostać sfinansowany poprzez przepływ złota. W strefie euro natomiast nadwyżka importu sfinansowana może zostać przez wytwarzanie wierzytelności wobec EBC. Zamiast złota Bundesbank otrzymuje należności w systemie TARGET2. W standardzie złota płatności za import (jeśli nie zostaną sfinansowane przez prywatne pożyczki) ograniczone są przez odpływ złota. Nie ma natomiast żadnych granic dla rozliczeń TARGET2, co znaczy, że nadwyżka importu może zostać sfinansowana za pomocą stworzenia wierzytelności w euro.

Jak znikają zobowiązania i należności w TARGET2? Saldo zniknie, jeśli A również kupi (zwiększy import) dobra od B albo B sprzeda obligacje A lub pożyczyci od niego pieniądze w innej formie. Nie ma nic złego w finansowaniu deficytów handlowych z prywatnych pożyczek czy obligacji. Jednak kredyty TARGET2 nie są prywatnymi pożyczkami, lecz wliczają się do pożyczek banku centralnego. Bez TARGET2 ktoś w hiszpańskiej gospodarce musiałby znaleźć prywatnych inwestorów, aby sfinansować deficyt handlowy, płacąc zapewne wysokie odsetki — zwłaszcza jeśli zabrakłoby dla pożyczki zabezpieczenia wysokiej jakości.

W ten sposób TARGET2 rzeczywiście służy jako bailout niekonkurencyjnej gospodarki ze zbyt wysokimi cenami. Dzięki temu mechanizmowi państwo nie musi zliberalizować rynku pracy ani zmniejszać wydatków publicznych, aby zwiększyć konkurencyjność cenową. Może wciąż beztrąsko wydawać i utrzymywać swoją niekonkurencyjną wewnętrzną strukturę.

Czy naprawdę należności i zobowiązania w TARGET2 nie są nigdy spłacane? Choć może to wydać się zaskakujące, w rzeczywistości naprawdę nie istnieje granica dla bailoutów w TARGET2, a płatności nigdy nie są uregulowane.

Natomiast w Systemie Rezerwy Federalnej długi są podparte certyfikatami złota, a rachunki są regulowane każdego roku. Jeśli Bank Rezerwy Federalnej w Richmond ma dług wobec Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, ten pierwszy reguluje swoje rachunki, wysyłając certyfikaty złota temu ostatniemu².

Strefa euro nie tylko umożliwia finansowanie nadwyżek importu poprzez kreację pieniądza. Umożliwia także „ucieczkę kapitału”. Bez tego systemu bankructwo greckiego rządu zrujnowałoby cały system bankowy w tym kraju. Aby uchronić się od strat, Grecy wysyłali i wciąż wysyłają swoje pieniądze z kont w greckich bankach na konta w Niemczech czy innych krajach. Z powodu tego przepływu grecki bank traci swoje rezerwy, a niemiecki je zwiększa. Grecki bank zwiększa refinansowanie ze swojego narodowego banku centralnego (tj. otrzymuje nowo wytworzone pieniądze), podczas gdy niemiecki bank zmniejsza swoje pożyczki z Bundesbanku. W systemie TARGET2 Bundesbankowi zapisywana jest należność, zaś Bankowi Grecji zobowiązanie wobec EBC. Jeśli rząd grecki nie spłaci swoich zobowiązań, a Bank Grecji swoich długów, zwiększą się straty EBC. W ten sposób ryzyko greckiej niewypłacalności spada również na barki niemieckich klientów banków.

Na czym polega sedno rachunków w TARGET2?

Należności w TARGET2 odpowiadają wierzytelnościom oszczędzających, podczas gdy długi w TARGET2 odpowiadają długom firm, rządów oraz osób prywatnych. Rachunki TARGET2 są konsekwencją ciągłej redystrybucji i bailoutów. Obrazują więc [tragedię euro](#), tj. monetyzację rządowych długów. Posłużę się przykładem. Hiszpański bank tworzy nowe pieniądze, aby zakupić obligacje hiszpańskiego rządu. To pozwala rządowi utrzymać poziom wydatków rządowych oraz odłożyć w czasie niezbędne reformy rynku pracy. Może też dzięki temu zwiększyć płace w sektorze publicznym lub zasiłki dla bezrobotnych. Konkurencyjność gospodarki hiszpańskiej stoi w miejscu z powodu zbyt wysokich płac skutkujących deficytem handlowym: nawet hiszpański minister kupił samochód niemiecki. Z początku deficyt handlowy mogły finansować spółki prywatne, np. poprzez pożyczki od banków niemieckich dla banków hiszpańskich. Jednak po pewnym czasie w bankach hiszpańskich zabraknie wiarygodnych

² Tak przynajmniej tłumaczy to instrukcja księgowości Rezerwy Federalnej. Wygląda to jednak tak, jak gdyby Fed zawiesił ostatecznie rozliczenia. Aby uzyskać więcej informacji, zobacz artykuł Michiela Bijlsma i Jaspera Lukkezen: ["Target-2 of the ECB vs. Interdistrict Settlement Account of the Federal Reserve"](#) (2012).

zabezpieczeń. Wzrost długu rządowego oraz nadmierne zadłużenie sektora prywatnego osłabia jakość długu hiszpańskiego jako zabezpieczenia. W pewnym momencie — z powodu braku odpowiednich zabezpieczeń — prywatni inwestorzy nie zgodzą się dłużej finansować hiszpańskich banków i hiszpańskich deficytów handlowych (już od dawna żyjemy w takim stanie). W TARGET2 natomiast takie „swawole i hulanki” mogą trwać i trwać. Hiszpańskie banki mogą używać złych zabezpieczeń (obligacji rządu hiszpańskiego) i refinansować je w Banku Hiszpanii, który akceptuje obligacje rządu hiszpańskiego jako zabezpieczenie pod nowe pożyczki. W efekcie tej pośredniej monetyzacji obligacji rządowych obciążenia w systemie TARGET2 rosną. Złe długi (zabezpieczenia) wcielane są do Eurosystemu i w ten sposób wszyscy ponoszą za nie odpowiedzialność. TARGET2 umożliwia finansowanie deficytów handlowych poprzez pożyczki banku centralnego.

Eurosystem umożliwia monetyzację i socjalizację strat nie tylko pożyczek publicznych, ale też prywatnych. Ta możliwość nabrała znaczenia zwłaszcza po lutym 2012 r., kiedy EBC zezwolił narodowym bankom centralnym na samodzielne ocenianie jakości zabezpieczeń pod pożyczki banku centralnego³. Zgodnie z regułami rządzącymi zabezpieczeniami pożyczek hiszpański bank może teraz udzielić kredytu firmie hiszpańskiej importującej z Niemiec. Hiszpański bank może następnie użyć pożyczki dla importera jako zabezpieczenia pod nową pożyczkę z Banku Hiszpanii (który zastosuje *haircut*, czyli obniżenie wartości pożyczki względem nominalnej wartości zabezpieczenia). W ten sposób pożyczka prywatna (w tym przykładzie udzielona w celu konsumpcji) została zmonetyzowana. W efekcie w TARGET2 powstały zobowiązania Banku Hiszpanii oraz należności Bundesbanku.

Jakie dokładnie ryzyko wisi nad Niemcami, państwem z istotną sumą należności w TARGET2?

Jeśli Grecja wyjdzie ze strefy euro, najpewniej nie spłaci swoich długów w EBC złotem czy wiarygodnymi papierami wartościowymi. EBC poniesie dotkliwe

³ Jens Weidmann skrytykował zmiany w regułach zabezpieczeń pożyczek i zażądał zabezpieczenia dla kredytów TARGET2 w marcu 2012 r. Jednakże tylko banki centralne oraz rządy mogą zapewnić wiarygodne zabezpieczenia — np. złoto — dla kredytów TARGET2. Większość banków nie ma już żadnych odpowiednio wartościowych zabezpieczeń. Inaczej użyliby ich, aby refinansować się na prywatnym rynku, nie uciekając się do Eurosystemu z jego niskimi standardami zabezpieczeń.

straty, które spadną również na Bundesbank, jako że posiada on 27 proc. udziałów EBC. W razie gdyby strefę euro opuściło więcej państw, straty będą odpowiednio wyższe. Jeśliby to jednak Niemcy miałyby opuścić strefę euro, Bundesbank i tak straci w momencie, w którym niemiecka waluta zyska na wartości — główne aktywa Bundesbanku to należności w TARGET2 denominowane w euro. Co więcej, pozostałe kraje strefy euro mogą opierać się przed płaceniem za długi w TARGET2.

Czy likwidacja należności w TARGET2 to jednak prawdziwa strata? Jeśli przywołamy nasz początkowy przykład dwóch klientów z banku rozliczającego transakcję, wnioski nasuwają się same. Jeśli B nie dotrzyma umowy, bank zbankrutuje, zaś A straci swoje oszczędności. Ten sam mechanizm zachodzi w Eurosystemie. Jeśli rządy peryferyjnych krajów strefy przestaną spłacać długi, ich banki zbankrutują, co spowoduje, że banki centralne tych krajów również nie spłacą swoich pożyczek długów — a to doprowadzi do bankructwa EBC. Commerzbank utraci swoje roszczenia wobec Bundesbanku (albo nie będzie więcej refinansowany) i również zbankrutuje. Niemiecki klient banku zostaje z pustymi rękami. Celem widocznych bailoutów peryferyjnych krajów takich jak Grecja, jest utrzymanie iluzji, że społeczeństwa Niemiec i innych krajów nie poniosą strat.

Czy EBC i Bundesbank naprawdę mogą zbankrutować? Czy nie mogą spłacić swoich wierzycieli w każdej sytuacji, po prostu drukując pieniądze? To prawda, EBC zawsze może spłacić swoje zobowiązania, drukując pieniądze. To jednak nie sprawi, że bogactwo nie zniknie w momencie, gdy peryferia przestaną spłacać kredyty. Do takiej samej sytuacji doszłoby w sytuacji, gdyby B nie spłacił kredytu wartościowymi dobrami z powodu swej śmierci. A może otrzymać nowe banknoty z banku, nie wyżywi się jednak za ich pomocą na starość. Niestety, dopóki peryferia UE pozostaną niekonkurencyjne względem Niemiec, dopóty prawdopodobnie nic wartościowego nie zostanie wyprodukowane, aby pokryć niemieckie należności w TARGET2. Najpewniej ich realna wartość zniknie na zawsze. Wiara, że będą one reprezentować prawdziwe bogactwo to iluzja, która może zostać rozwiana na trzy sposoby. Pierwszy, to wspomniana już inflacja — EBC zacznie drukować pieniądze, aby utrzymać cały system przy życiu.

W drugim przypadku, czyli niespłacania długów przez peryferia, dojdzie do obniżenia wartości papierów wartościowych EBC i skonsumowania jego kapitału. EBC straci możliwość obniżenia ilości pieniądza w obiegu i obrony wartości euro. EBC po prostu nie ma odpowiednich papierów wartościowych na

sprzedaż. One już wyparowały. Teraz zagrożeniem będzie, że wyparuje również zaufanie do waluty euro, najpierw na zewnętrznych rynkach walutowych, a następnie wewnętrznych. Może dojść do załamania wartości waluty, niszcząc iluzję bogactwa trzymających swe oszczędności w euro.

Trzecią możliwością jest rekapitalizacja EBC poprzez przetransferowanie do niego aktywów wysokiej jakości. EBC może następnie użyć tych aktywów w celu ochrony zaufania do waluty i obrony jej wartości. Rekapitalizacja naturalnie wymaga wyłączenia oszczędzających w Niemczech i innych krajach strefy. Współ z inflacją i niespłacaniem pożyczek, rekapitalizacja również oznacza ostateczny koniec iluzji bogactwa.

TARGET2, Euroobligacje, EMS: Jakie są różnice?

Euroobligacje byłyby emitowane oraz gwarantowane przez wszystkie 17 państw strefy euro i ich powstanie to kontrowersyjna sprawa. Np. Niemcy zdecydowanie się im sprzeciwiają. Niemiecki rząd nie opiera się jednak TARGET2. TARGET2 to system umożliwiający bailout. Jeśli obligacje wyemitowane przez rząd i zakupione przez krajowe banki prowadzą do deficytu handlowego, w rezultacie otrzymujemy zobowiązanie w TARGET2. Nierównowaga systemu TARGET2 to tylko odbicie sytuacji, w której peryferia wytwarzają dodatkowe euro, aby zapłacić za towary z zagranicy.

EMS to tylko zamiennik dla euroobligacji — instytucja mająca udzielić kredytów krajom borykającym się z zadłużeniem poprzez emisję obligacji gwarantowanych przez wszystkie kraje strefy. Różnica pomiędzy tymi trzema mechanizmami to tylko różnica stopnia. Nad euroobligacjami czy EMS istnieje więcej kontroli parlamentarnej. Z tym, że nad EMS kredytodawcy mają więcej kontroli niż nad euroobligacjami. EBC chce z kolei przesunąć ciężar bailoutów z TARGET2 na EMS. Rządy wolą ukrywać straty przed podatnikami i podoba im się sytuacja, w której to EBC je przetrawia. Wszystkie te mechanizmy służą jednak jako system bailoutów i tworzą *de facto* unię transferową.