

Target egyenleg eltérések az euróövezeten belül

PÁL TAMÁS, NEUMANN JÁNOS EGYETEM, GTK

Mi a Target egyenleg?

1. Egy monetáris rendszerben a saját valutában történő pénzforgalom bankok közötti elszámolása a kereskedelmi bankoknak a jegybanknál vezetett számláin történik.
 2. Az euróövezetben erre a jegybankpénzben történő elszámolásra szolgáló rendszer a Target2.
 3. A jegybanki feladatok operatív végrehajtása az euróövezetben nem az EKB, hanem a tagállamok jegybankjainál történik.
- Ezért, amennyiben határon átnyúló pénzmozgás történik, akkor ez két ország jegybankjainál vezetett banki számlákat érint. Ezzel párhuzamosan változik a két jegybank EKB-val szembeni nettó követelése is.





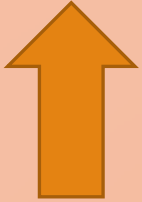




Határon átnyúló pénzmozgás

A ország	B ország
A kereskedelmi bank	B kereskedelmi bank
A ügyfél számlája -100 EUR	B ügyfél számlája +100 EUR
A jegybank	B jegybank
A kereskedelmi bank számlája -100 EUR	B kereskedelmi bank számlája +100 EUR
EKB	EKB
A jegybank egyenlege -100 EUR	B jegybank egyenlege +100 EUR

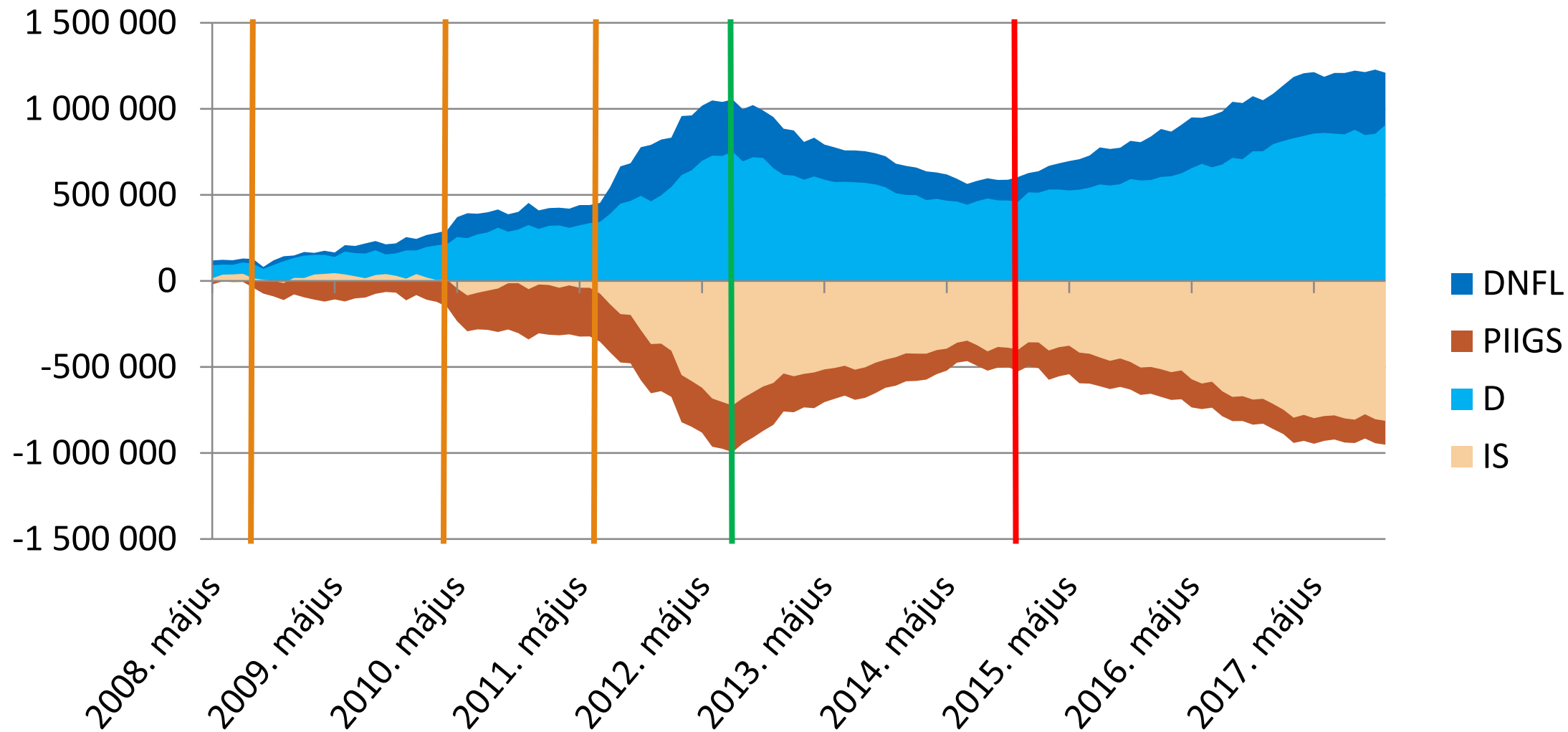
Tranzakció: ügyfelek közötti átutalás 100 EUR értékben két ország között

Határon átnyúló pénzmozgás hatása

1. A tranzakció hatására a banki likviditás a küldő ország bankrendszerében csökken, a fogadó ország rendszerében nő.
 2. Egységes és normálisan működő pénzügyi rendszerben a hiányzó likviditás, illetve többlet a pénzpiacon kiegyenlítődik.
- Amennyiben ez valamiért megghiúsul, a hiányzó likviditást az adott ország jegybankja által a bankrendszernek nyújtott hitel révén lehet pótolni.
 - Amennyiben a pénzmozgások tendenciózusan egy vagy néhány ország bankjaiból más ország vagy országok bankjaiba irányulnak, miközben a pénzpiacokon keresztül nem történik meg ennek finanszírozása, akkor a negatívan érintett tagállamokban a jegybanki likviditásnyújtás veszi át a piac szerepét.

Pénzkiáramlással érintett ország jegybankjának mérlege		Pénzbeáramlással érintett ország jegybankjának mérlege	
Eszközök	Források	Eszközök	Források
  Likviditásnyújtó műveletek (hitelek)	  Target tartozás vis-à-vis EKB	  Target követelés vis-à-vis EKB	  Szabad tartalékok
		Likviditásnyújtó műveletek (hitelek) 	

A Target egyenlegek alakulása (m EUR)



Irodalmi összefoglaló – a kritika

Hans-Werner Sinn (2011), Sinn–Wollmershäuser (2012):

- Fizetési mérleg válság.
- EKB politikája elhibázott: fenntartja a fizetési mérleg egyensúlytalanságát és elősegíti a magán finanszírozás kivonását az érintett országokból.
- A magánfinanszírozást a jegybankpénz-teremtéssel megvalósuló olcsó jegybanki finanszírozás veszi át. A finanszírozás kockázatai a magánszektorból a közzférába, a problémás országokból a stabil országokba kerülnek át.
- A Target tartozást felhalmozó országok eurózónából való távozása esetén a Target tartozásnak megfelelő veszteséget a többi országnak kellene elkönyvelnie.

Irodalmi összefoglaló - a mainstream

Bindseil–Winkler (2012), Merler–Pisani-Ferry (2012), Cour-Thimman (2013):

- Nem fizetési mérleg válság, hanem a külső finanszírozás váratlan leállása több szakaszban, fertőzés szerűen, duális: bank és szuverén likviditási válság, a Target egyenlegek növekedése ehhez köthető.
- A jegybanki finanszírozás a fizetési mérleg korrekciót tompította, elnyújtottabb, simább fizetési mérleg kiigazodást tett lehetővé.
- Jegybanki műveletek célja: a szolvens bankok részére biztosította a likviditást, amivel elkerülhető volt, hogy kontrollálatlan mérlegalkalmazkodásra kerüljön sor, súlyos reálgazdasági következményekkel az eurózóna egészében.
- A pozitív Target egyenlegű országok befektetőit, rezidenseit jelentős veszteségek érték volna, míg a Target egyenleg növekedése mögötti hitelnyújtás kockázatai üzletileg fedezettek.
- A Target egyenlegek létezése a monetáris unió nélkülözhetetlen eleme, korlát a partner banki szolvencia.

Értékelés 2008-2012

- LoLR nem EKB specifikus intézkedés: a piaci likviditási válságok kezelésére bevált jegybanki eszköz.
- Az EKB likviditásnyújtása a szokásos jegybanki kockázatkezelő eszközökkel felszerelt, szolvens banki fedezettel ellátott volt.
- Az esetleges Target veszteségek az eurórendszer egészében szétszlottak volna (kivéve az eurórendszer teljes széthullását).
- Bár a makrogazdasági korrekcióra több időt adott, nem értelmezhető az egyensúlytalanságot fenntartó vagy ahhoz vezető okként, hanem az euróövezet egységes működésének biztosításaként kell rá tekinteni. Az euróövezeten belüli aszimmetrikus kockázatokat felfedő válságesemények a Target egyenlegek növekedésével járnak.
- Utóbbiak korlátozása nem lehetséges, mivel az gyakorlatilag az euróövezeten belüli szabad pénzáramlás korlátozását, azaz az egységes euró megszűnését jelentené.
- A vita miatt törésvonal keletkezett az EKB politikájának támogatásában, és szerepet játszott az EKB mennyiségi lazításának késleltetésében.

Növekvő eltérések = euróválság ?

1. A Target egyensúlytalanság az euróválság lecsengése után jelentősen csökkent.
2. Az európai eszközvásárlási program megvalósítása során az euróövezet jegybankjainak az EKB-val szembeni tartozás-követelés egyenlegei a Target rendszerben jelentősen növekedtek, jelenleg történelmi csúcson állnak.

➤ Mi áll most a jelenség mögött?

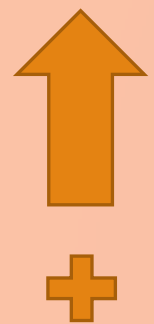
➤ Újabb euróválság közeleg?

Jegybanki eszközvásárlás hatása

1. Az EKB mennyiségi lazításának, azaz a jegybanki eszközvásárlásnak is az operatív végrehajtása döntően a tagállamok jegybankjainál történik.
 2. Minden jegybank a saját országának állampapírját vásárolja.
 3. A jegybanki eszközvásárlás is lehet országhatárokon átnyúló.
-
- Ha az eszközvásárlási program aszimmetrikusan megy végbe az euróövezetben, azaz a jegybankok külföldről való vásárlásai mennyiségben és területileg nem szimmetrikusan oszlanak el az euróövezeti országok között, akkor a Target egyenlegek növekednek.
 - Van azonban egy másik felétel: az így kialakuló különbség a pénzpiacokon se simuljon ki, azaz a piacok töredezettek legyenek.

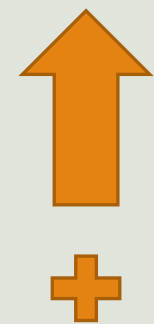
**Külföldről értékpapírt vásárló
jegybank mérlege**

Eszközök



**Monetáris célú
értékpapír**

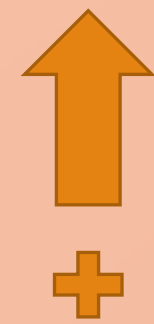
Források



**Target tartozás
vis-à-vis EKB**

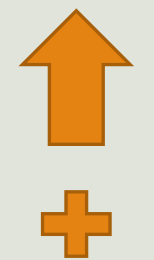
**Értékpapírt eladó befektető szerinti
jegybank mérlege**

Eszközök



**Target követelés
vis-à-vis EKB**

Források



**Szabad
tartalékok**

**Likviditásnyújtó
műveletek (hitelek)**



Magyarázat – a mainstream

EKB (2017), Eisenschmidt et. al. (2017), Auer–Bogdanova (2017):

- Szemben a korábbiakkal, az egyensúlytalanság növekedése az elmúlt években nem az eurózónán belüli piaci stressz fokozódásának jele, hanem a monetáris politika megvalósításának a következménye.
- Az eszközvásárlási program jelentős részben határon átnyúló ügylet során valósult meg, a nem euróövezeti partnerek súlya jelentős volt, a pénzáramlás iránya néhány pénzügyi központ felé koncentrálódott.

Mi van a folyamat mögött?

- Összetettebb folyamatok, mint 2011-2012-ben, amikor a PIIGS országok irányában a külső finanszírozás váratlan leállása következett be.

Ugyanakkor

- a Target egyensúlyromlásban az érintett országok bankjainak a pénzpiacon és az adósságpapírokon keresztüli külső finanszírozásának a csökkenése is szerepet játszott;
- a nem-euró adósságpapírok irányába történő portfólió-átrendezés miatt rekordot döntött a portfólió tőkekiáramlás az euróövezetből.
- A portfólió átrendezés különbségei is magyarázzák a Target egyenleg növekedését:
 - Olaszország: a hazai szereplők jelentősen növelték külföldi értékpapír befektetéseiket, míg a külföldiek csökkentették az olasz állampapír kitettséget,
 - Spanyolország: a hazaiak portfólió átrendezése játszotta a vezető szerepet, és a spanyol bankok külső finanszírozásának csökkenése járult hozzá.

Értékelés 2015-2017

- A pénzügyi töredezettséget nem javította az EKB politikája, a Target tartozást felhalmozó országokban tovább csökkent a bankszektor külső finanszírozása.
- Az euróövezetből való tőkekiáramlás az EKB lépéseinek eredményességét rontotta és a Target egyenleg emelkedéséhez vezetett.
- A jelentős Target tartozást felhalmozó Olaszország és Spanyolország esetében a hazai portfólió átrendezése az egyensúlytalanságot növelte és a szuverén finanszírozás arányát nem jó irányba terelte.
- A Target egyenlegek növekedése mögött most nem szolvens bankok által adott fedezet, hanem a Target tartozást felhalmozó jegybankok eszközei között szereplő értékpapírok, azaz saját országuk államkötvényei állnak.
- Bár ezekre nem érvényes a kockázatmegosztás, az euróövezet felbomlása esetén a Target követelések gyakorlatilag a Target deficit országokkal szembeni szuverén adósságköveteléssé válnak, tekintettel arra, hogy ezek mérete valószínűtlenné teszi leépítésüket.

Konklúzió

Az euróválság időszakában a Target egyensúlytalanság növekedése az euróövezeti piaci stressz és töredezettség erősödésével függött össze, valamint az azokat enyhíteni célzó, alkalmazkodó jegybanki likviditásnyújtással.

Ez nem volt hibás jegybanki politika, célját és eredményét tekintve az euróövezet egységét szolgálta, pozitív előnyöket biztosítva a pozitív Target egyenlegű országoknak is. Kockázatok ugyan jelentkeztek, de annak kezelése nem a Target egyenlegek korlátozásával lehetséges, ami az euróövezet működésével ellentétes lenne és épp az egységesség érvényesülése elleni, a piaci feszültségeket növelő tényező lenne.

Az EKB eszközvásárlási programja során, annak decentralizált végrehajtása és a nemzetközi portfólió átrendezés vezetett a Target egyenlegek növekedéséhez, nem pedig a piaci feszültségek ismételt növekedése.

Ennek ellenére a piaci töredezettség nem javult, a jegybanki mérlegben megjelenő kockázatok is részben mások, mint a korábbi időszakban.

Ez a két tényező rámutat a közös monetáris politika korlátaira és felhívja a figyelmet arra, hogy az eredmények elmaradása és a kockázatok növekedése az egységes monetáris politika mögötti támogatottságot, és ezzel a jegybanki hitelességet is kikezdi.