

Target neravnoteže unutar Eurosustava

Karlo Vujeva, mag. oec.
asistent na Katedri za financije na Ekonomskom fakultetu
Sveučilišta u Zagrebu, kvujeva@efzg.hr

Uvod

Prije izbijanja krize eurozone, *Target* (i njegov nasljednik *Target2*) bio je relativno nepoznat sustav namire unutar europodručja. U pretkriznome razdoblju, *Target* salda između središnjih banaka Eurosustava (ECB i sve središnje banke zemalja članica europodručja koje provode monetarnu politiku ECB-a) svojom dinamikom nisu privlačila pažnju ekonomista, pogotovo ne šire javnosti. No, nakon pada *Lehman Brothers*a i prelijevanja krize u Europu, *Target* sustav počeo je bilježiti dramatične neravnoteže, koje je među prvima primijetio i pokušao objasniti poznati njemački ekonomist Hans-Werner Sinn (2011).

Njegova inicijativa potaknula je burnu javnu i akademsku raspravu koja je trajala godinama. Interpretacije su bile i ostale heterogene i kontroverzne, pogotovo one orijentirane oko teze da Europska središnja banka (ECB) kroz *Target* sustav financira ostatak europodručja nauštrb njemačke ekonomije. Štoviše, značaj i potencijalne posljedice *Target* neravnoteža ostaju i dalje nepotpuno razjašnjeni, a same neravnoteže ponovno su se pojavljivale i pojačavale u različitim etapama, s posljednjom divergencijom nakon izbijanja pandemije COVID-19 virusa.

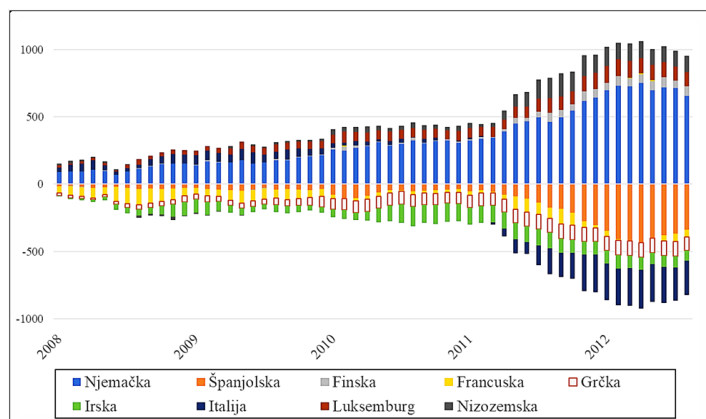
Ambicija ovog članka jest na stiliziran način približiti i analizirati izvorni mehanizam nastanka *Target* neravnoteža, kontekstualizirati rasprave te ukratko interpretirati pojavne oblike neravnoteža u posljednjem desetljeću. Uz to, u članku će se pojasniti uloga koju je *Target* imao u provedbi monetarne politike Eurosustava, ali i ukazati na strukturnu podjelu unutar eurozone na centar i periferiju, podjelu čiji simptom jesu upravo *Target* neravnoteže.

Značaj i potencijalne posljedice *Target* neravnoteža ostaju i dalje nepotpuno razjašnjeni, a neravnoteže su se ponovno javljale, s posljednjom divergencijom nakon izbijanja pandemije

Target neravnoteže i kriza eurozone

Target2 sustav¹ (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*) je centralizirani, elektronički platni sustav za namiru transakcija u eurima u realnom vremenu na bruto načelu. U vlasništvu je i pod kontrolom Eurosustava, na čelu s ECB-om. Ovaj platni sustav omogućuje slobodan protok novčanih sredstava preko granica zemalja eurozone i pridonosi jedinstvenoj monetarnoj politici Eurosustava, pa je stoga jedan od ključnih elemenata europske financijske integracije (ECB, 2020).

Slika 1. Razvoj *Target* neravnoteža u odabranim zemljama eurozone, u milijardama eura



Izvor: ECB, 2021, obrada autora.

S ovakvom definicijom, *Target* se ne doima spornim mehanizmom, predmetom ostrašćenih rasprava i mnogobrojnih akademskih radova. Zaista, rijetko kada je takva tehnička tematika kao što je to funkcioniranje platnog sustava u pozadini jedne monetarne unije zauzela naslovnice i uvjetovala žestoke replike. Međutim, *Target* je postao i ostao čvorište sukobljenih analiza, teorijskih pristupa pa i svjetonazora, kao svojevrsni *proxy* za šire rasprave o euru i eurozoni, njejoj stabilnosti i budućnosti.

Prema konstrukciji, suma svih potraživanja i obveza unutar *Target* sustava mora biti jednaka nuli. Ono što je predmet interesa rastuća su neto potraživanja, odnosno neto obveze pojedinih središnjih banaka prema ostatku Eurosustava (ECB-u i ostalim nacionalnim središnjim bankama). Slijedno, na sljedećem grafikonu (*Slika 1*) vidljiv je zenit neravnoteža u tzv. europskoj dužničkoj krizi.

Od uspostave eurozone pa sve do 2008. godine, *Target* salda bila su u tihoj ravnoteži skromnog opsega. No, nakon kraha hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Državama i prelijevanja krize u ostatak svijeta, strukturni problemi eurozone izbijaju na površinu. Najbitnije je to što se događa makroekonomsko raslojavanje eurozone na centar i periferiju. U najvećim problemima našla se tzv. GIIPS skupina zemalja (Grčka, Irska, Italija, Portugal, Španjolska).

U pozadini – a pogotovo u usporedbi s američkim FED-om – ECB djeluje konzervativno. Drugim riječima, ECB pod tadašnjim predsjednikom Trichetom nije davao dojam da će u cjelini djelovati kao zajmodavac u posljednjoj nuždi. Pritom je kontekst bitan: dominantna ekonomska paradigma toga vremena snažno je protržišna (protuintervencijska), a sama arhitektura eurozone u sebi ima utkanu implicitnu *no bailout* klazulu koja korijene vuče još od 1992. godine i *Ugovora iz Maastrichta*.

Posljedično su tržišta anticipirala probleme, odnosno prilike. Nakon razdoblja tzv. Velike moderacije, uslijedila je snažna divergencija prinosa na državne obveznice članica eurozone. To se događa uslijed nepovjerenja tržišta u vezi rastućih (pa i nevjerodostojno izvješćivanih u slučaju Grčke) proračunskih deficita zemalja europodručja, odnosno nepovjerenja oko održivosti daljnjeg financiranja njihovih dugova.

Potom banke iz zemalja centra uskraćuju refinanciranje bankama na periferiji, kapital se povlači u sigurnost, a špekulanti napadaju pojedinačne zemlje. Ovakvi napadi mogući su najprije zbog strukturne karakteristike kako europskoga monetarnog, tako i europskoga bankarskog sustava. Naime, u europodručju postoji zajednička valuta, ali ne i zajednički dug, a budući da poslovne banke u aktivama većinom drže dug zemlje u kojoj se nalaze, navedeno predstavlja značajnu slabost i potencijalni povratni negativni efekt u slučaju špekulativnog napada.

Nakon razdoblja Velike moderacije, uslijedila je snažna divergencija prinosa na državne obveznice članica eurozone

¹ U nastavku članka koristit će se naziv *Target* sustav, bez *Target2* naglašavanja. *Target2* je zamijenio svog prethodnika 2007. godine, no ta zamjena nije imala fundamentalnog utjecaja na njegovo funkcioniranje.

Vujeva: *Target* neravnoteže unutar Eurosustava

Istovremeno *Target* sustav gotovo neprimjetno bilježi sve veće neravnoteže između zemalja članica europodručja. Konkretno, događa se sustavno raslojavanje između središnjih banaka koje imaju sve veća *Target* neto potraživanja prema ostatku Eurosustava te središnjih banaka koje imaju sve veće neto obveze. Među prvima prednjači Njemačka, što će ostati konstanta sve do danas. Među drugima se u krizi eurozone ističu Grčka, Irska, Italija i Španjolska.

Rasprave i kontroverze oko *Target* sustava

Opisano raslojavanje prvi primjećuje Sinn (2011) u popularnom članku, a zatim nudi i prvu *Target* bazu podataka i kritičku akademsku perspektivu (Sinn i Wollmershäuser, 2012). U interpretaciji Sinna i Wollmershäusera, *Target* salda mjere neravnoteže bilance plaćanja unutar eurozone te indirektno i međunarodni kredit putem neto realokacije ECB-ovog refinanciranja posredstvom različitih središnjih banaka Eurosustava. Dijagnoza je kriza eurozone kao kriza bilance plaćanja te narušena alokativna efikasnost kapitala putem javnog (skrivenog) kreditiranja deficitarnih zemalja. Preskripcija je godišnje limitiranje *Target* neravnoteža po uzoru na sustav u Sjedinjenim Državama.

Akadske reakcije na interpretaciju i preporuke Sinna te Sinna i Wollmershäusera bile su burne i mnogobrojne (npr. Bindseil i König, 2011; Cecchetti i dr., 2012; Cesaratto, 2013; Whelan, 2014), a popularne ili javnopolitičke analize (dominantno putem portala *VoxEU*) još kritičnije i brojnije. Dok detaljniji prikaz rasprava i polemika s autorima nadilazi opseg ovog članka, nudim ipak jednu digresiju. Naime, čini se da se većina kontroverzi orijentirala više oko semantike, svjetonazora te ocjene ekonomskih troškova i vjerojatnosti nisko vjerojatnih scenarija (poput samog raspada eurozone), a manje oko fundamentalnih karakteristika *Target* sustava ili kauzalnih mehanizama.

Ipak, moguće je – mada neprecizno – odrediti dvije općenite pozicije u njima. Prva je ona koja je neravnoteže u *Target* sustavu (a time i krizu eurozone) vezala primarno uz neravnoteže na tekućim računima bilance plaćanja. Druga se, pak, fokusirala na kapitalne tokove i krizu povjerenja uslijed neoptimalnog dizajna eurozone kao monetarne unije. Alternativni ključ razlikovanja jest prihvaćanje, odnosno neprihvatanje teorije endogenog novca, što ima značajne posljedice u analizi mehanizama monetarne unije.

U svakom slučaju, rasprave o *Target* sustavu rasplamsale su se u korelaciji s krizom eurozone, a nju je efektno, gotovo jednopotezno, primirio tadašnji predsjednik ECB-a Draghi svojim govorom u srpnju 2012. godine i čuvenom *whatever it takes* porukom tržištima u najavi OMT programa (Draghi, 2012).

Mehanizam stvaranja *Target* neravnoteža

U nastavku slijedi pojednostavljeno pojašnjenje bazičnoga mehanizma stvaranja *Target* neravnoteža. Ipak, treba imati na umu da *Target* neravnoteže mogu nastati iz više razloga, odnosno preko više kanala. Ovdje će fokus biti na dominantnom slučaju u prvom razdoblju *Target* neravnoteža: uskraćivanju vanjskog refinanciranja perifernim zemljama (naglo zaustavljanje kapitalnih priljeva), a koje je djelomično zamijenjeno javnim financiranjem putem primarne emisije Eurosustava.

No, prije pojašnjenja sâmoga mehanizma, uvedimo par napomena koje će biti od važnosti. Prije svega, napomenimo da središnje banke likvidnost mogu stvarati *ex nihilo*, a jednako tako likvidnost mogu i poništavati; to se u pravilu odvija putem kolateraliziranih transakcija s poslovnim bankama. Ako im je narav ekspanzivna, rezultat je povećanje monetarne baze putem povećanja rezervi (R). Uz to, poslovne banke u transakcijama s nemonetarnim subjektima mogu također kreirati novi novac (što je nemonetarnim subjektima novac, poslovnim bankama je sastavni dio pasive u obliku depozita), ovisno ponajprije o kreditnoj potražnji, regulaciji i vlastitom profitnom interesu. Međutim, rezerve kao sastavni dio monetarne baze mogu kreirati samo središnje banke.

Podsjetimo da glavni monetarni autoritet europodručja nije tek ECB, već Eurosustav. Svaka nacionalna središnja banka u eurozoni ima svoj račun kod ECB-a, slično kao što poslovne banke imaju svoje račune kod svoje nacionalne središnje banke.

Nadalje, transakcije između poslovnih banaka na međubankovnom tržištu te središnjih banaka i poslovnih banaka odvijaju se putem rezervi. Pritom, transakcije između poslovnih banaka ne mijenjaju količinu rezervi u sustavu (već samo distribuciju), dok transakcije između središnjih i poslovnih banaka mijenjaju i količinu rezervi. Konačno, transakcije između središnjih banaka eurozone bilježe se preko ECB-a upravo pomoću *Target* salda u formi otvorene, nekolateralizirane pozicije potraživanja ili obveze.

Glavni monetarni autoritet

europodručja nije tek ECB, već

Eurosustav

Uvedimo sada dvije zemlje eurozone, neka to arbitrarnim izborom budu Njemačka (velika izvozna ekonomija) i Slovenija (mala otvorena ekonomija) radi lakšeg praćenja. Potom, pretpostavimo jedan segment arhitekture eurozone: jednu nadnacionalnu središnju banku (ECB), dvije nacionalne središnje banke (*Bundesbank* i Banka Slovenije) i dvije poslovne banke (N i S). Radi opsega i jednostavnosti zadržat ćemo se samo na bankarskom sektoru, iako se na sličan način analiza može proširiti i na realni sektor, kao i na prestanak refinanciranja javnog duga.

Pretpostavimo, nadalje, da njemačka poslovna banka (N) financira slovensku poslovnu banku (S) preko međubankovnog novčanog tržišta i/ili tržišta obveznica. Pritom njemačka ekonomija bilježi suficite tekućeg računa i deficite financijskog računa bilance plaćanja, a slovenska ekonomija deficite tekućeg računa i suficite financijskog računa bilance plaćanja. Nakon toga, dogodi se krizni šok s posljedičnom krizom povjerenja na tržištima duga: kapitalni tokovi se naglo zaustave, međubankovno tržište presuši i N uskrati refinanciranje postojećeg duga S-u.

Kada *Target* sustav ne bi postojao, Slovenija iz navedenog primjera bi nakon kriznog šoka – pod uvjetom izostanka značajnije fiskalne ekspanzije – iskusila snažnu kontrakciju, uz val nelikvidnosti i vjerojatan val nesolventnosti. No, *Target* sustav tehnički je omogućio efektivnu zamjenu privatnog vanjskog financiranja s javnim financiranjem, i to putem monetarne ekspanzije, odnosno putem kvazifiskalne pomoći unutar Eurosustava.

Proces se odvija na sljedeći način: budući da je banka S u Sloveniji ostala bez daljnjeg vanjskog (privatnog) refinanciranja, ona se obraća svojoj središnjoj banci (Banka Slovenije) u potrazi za kreditom kako bi otplatila dug koji je došao na naplatu. Taj kredit banka S može dobiti uz polaganje kolaterala visoke kvalitete. Međutim, u kriznoj situaciji oskudice likvidnosti postoji također i oskudica dostupnih kvalitetnih kolaterala, tj. dolazi do pada prosječne vrijednosti kolaterala u ekonomiji. Zbog toga Banka Slovenije, uz odobrenje ECB-a, prihvaća kolateral niže kvalitete i u zamjenu odobrava banci S kredit (*ex nihilo*, u formi rezervi) iz primarne emisije Eurosustava. Posljedično, u ovom koraku, raste bilanca Banke Slovenije (rast kolaterala u aktivi, rast R u pasivi stvorenih na temelju položenog kolaterala).

Potom banka S vraća dug koji je imala prema banci N u Njemačkoj. No, ove promjene ne bilježe se samo u bilancama poslovnih banaka S i N, nego i u bilancama Eurosustava, odnosno bilancama Banke Slovenije, ECB-a i *Bundesbank*, budući da se transakcije odvijaju u formi rezervi (R), koje predstavljaju obvezu središnjim bankama.

Budući da slovenska poslovna banka S transferira rezerve njemačkoj poslovnoj banci N – uz simultane promjene u bilancama poslovnih banaka – *Target* sustav zabilježit će rast obveza Banke Slovenije prema ECB-u, tj. Eurosustavu (ali i smanjenje obveza Banke Slovenije prema vlastitom bankarskom sektoru). Istovremeno će *Target* zabilježiti i rast potraživanja *Bundesbank* prema ECB-u, tj. Eurosustavu (ali i rast obveza *Bundesbank* prema vlastitome bankarskom sektoru, budući da su rezerve transferirane u Njemačku). Slijedno, u ovom koraku, veličina bilance Banke Slovenije ostaje nepromijenjena (promjene u pasivi su se neutralizirale), no veličina bilance *Bundesbank* raste (barem dok njemačka poslovna banka s novo pristiglom likvidnosti ne smanji dio svojih od prije postojećih obveza prema *Bundesbank*).

Dakle, *Target* sustav bilježi rast potraživanja *Bundesbank* prema Eurosustavu, iako *Bundesbank* nije izravno sudjelovala u transakciji kojom je slovenska poslovna banka platila dug njemačkoj poslovnoj banci. Likvidnost kojom je dug plaćen došla je iz primarne emisije Eurosustava, konkretno od Banke Slovenije. Na kraju svakog dana, *Target* transakcije se neto agregiraju i bilježi se promjena pozicije svake nacionalne banke pojedinačno naspram ECB-a. Konačni ishod jest rast neravnoteža kojima svjedočimo između središnjih banaka centra i periferije eurozone.

Vujeva: *Target* neravnoteže unutar Eurosustava

Međutim, ove neravnoteže ne bi trebalo smatrati posljedicom njemačkog financiranja ostatka eurozone putem likvidnosti *Bundesbank*, pogotovo ne u kontekstu istiskivanja likvidnosti iz njemačke ekonomije. Ispravnija interpretacija gore navedenog primjera jest da Eurosustav financira bijeg (njemačkog) kapitala iz Slovenije te spašava bankarski sektor od kraha. Ako bi u njemačkome bankarskom sustavu došlo do kasnijeg smanjenja iznosa monetarne baze, to ne bi bio rezultat istiskivanja likvidnosti već racionalnog smanjenja obveza poslovnih njemačkih banaka prema *Bundesbank*, uslijed svježeg dotoka rezervi iz Slovenije.

Dakako, ovaj primjer nikako ne iscrpljuje moguće scenarije nastanka *Target* neravnoteža. Kao što sam ranije bio naveo, modaliteti nastanka neravnoteža su višestruki, što značajno komplicira određenje kauzalnosti i namjera financiranja između sudionika unutar Eurosustava. Nasuprot tome, takva komplikacija dodatno potiče debate i rasprave, ne uvijek u najboljem smjeru.

Primjerice, *Target* neravnoteže mogu uslijediti već i nakon običnog prebacivanja depozita po viđenju iz npr. slovenske poslovne banke S u njemačku poslovnu banku N inicijativom jednog klijenta, slovenskog rezidenta, koji je vlasnik računa i u S i u N banci. Ovisno o načinu financiranja odlaska depozita, ponovno bi u konačnici *Bundesbank* mogla imati rast potraživanja prema Eurosustavu, usprkos činjenici da nije sudjelovala u transakciji.

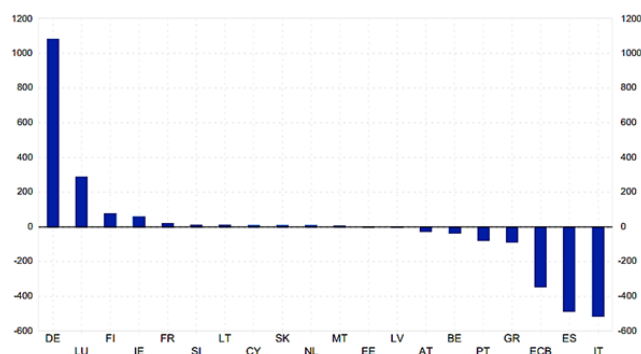
Često se polemike vode upravo oko uloge *Bundesbank* u financiranju deficitarnih zemalja eurozone

Ovaj primjer se još manje od prethodnog može shvatiti kao njemačko financiranje ostatka eurozone. Radi se tek o autonomnoj odluci nemonetarnog agenta da transferira svoj depozit, odnosno svoju imovinu, između dvije zemlje u monetarnoj uniji. Uz to, nije potrebno uopće pretpostavljati neravnoteže tekućih računa bilanci plaćanja, odnosno bilo kakvu asimetriju razmjene roba i usluga da bi pojava *Target* neravnoteže bila moguća. Svejedno, često se polemike vode upravo oko uloge *Bundesbank* u financiranju deficitarnih zemalja eurozone.

Faze razvoja *Target* neravnoteža

Ipak, s obzirom da realne asimetrije, nejednake pozicije i neravnoteže unutar europodručja zaista postoje, rasprave i konfliktni argumenti oko *Targeta* su dobili samo dodatni poticaj. No, onkraj teorijske debate, moguće je identificirati temeljne pokretače *Target* neravnoteža koje su bile empirijski opazive u posljednjem desetljeću. Naime, neravnoteže jesu značajno smanjene nakon Draghijeve intervencije u 2012. godini, ali u godinama koje su slijedile, one su ponovno rasle i dosegnule rekordne iznose nakon krize izazvane pandemijom virusa COVID-19, što problematiku *Target* sustava čini relevantnijom nego ikad (*Slika 2*).

Slika 2. Stanje *Target* usred pandemijske krize (ožujak 2021.), u milijardama eura



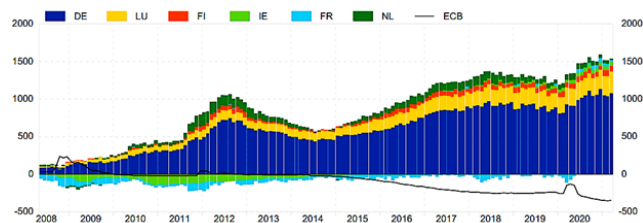
Izvor: ECB, 2021, obrada autora.

Na *Slici 2* vidi se stanje *Target* neravnoteža usred pandemijske krize, prema podacima ECB-a. Ono što je momentalno vidljivo jest vrlo visoka razina neto potraživanja *Bundesbank*, odnosno *Target* suficit Njemačke naspram ostatka Eurosustava, koji iznosi 1,08 tisuća milijardi eura krajem ožujka 2021. Osim Njemačke, značajne suficite bilježe i primjerice Luksemburg, Finska i Irska. Nasuprot tome, najveće deficite imaju Italija i Španjolska.

Na *Slikama 3* i *4* moguće je vidjeti opće trendove u posljednjem desetljeću, a potom i identificirati glavne faze *Target* neravnoteža. *Slika 3* prikazuje šest nacionalnih središnjih banaka s najvećim pozitivnim *Target* saldovima, uz dodatak ECB-a. Jasno je da u cijelom promatranom razdoblju dominira *Bundesbank*. Uz to, vidljivo je da su razine *Target* neravnoteža nakon

izbijanja pandemije dosegule rekordne razine, ali isto tako je vidljivo da su neravnoteže postojano i ponovno rasle od 2015. godine. **Slika 4** prikazuje šest središnjih banaka s najvećim negativnim *Target* saldima u promatranom razdoblju. Indikativno je kako ovdje dominiraju zemlje južne periferije eurozone, ponajprije Italija i Španjolska.

Slika 3. Središnje banke eurozone s najvećim pozitivnim *Target* saldima, u milijardama eura

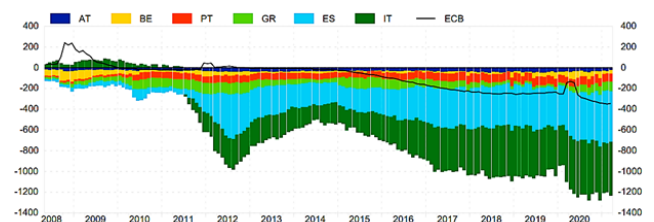


Izvor: ECB, 2021.

kvantitativnog popuštanja (QE) od ožujka 2015. godine, odnosno prema Sinnu (2020) već u ljeto 2014. godine, kada tržišta anticipiraju program. U ovoj fazi neravnoteže kontinuirano rastu što je vidljivo na **Slikama 3 i 4**.

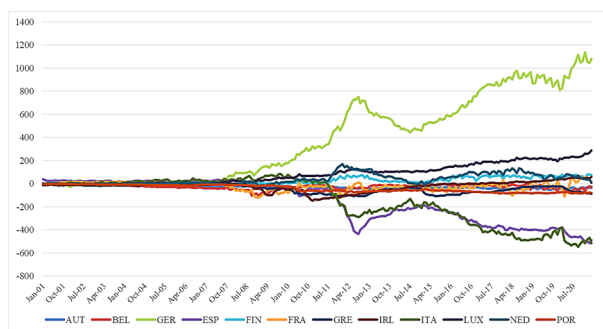
Budući da neravnoteže u 2018. godini dosežu i tisuću milijardi eura, u 2019. godini ECB uvodi inovativnu politiku „slojeva“ (*tiers*) kojom uspijeva smanjiti *Target* neravnoteže, nudeći snažne poticaje bankama da rasporede svoje viškove rezervi u zemlje eurozone u kojima imaju povoljnije uvjete (ECB, 2019). Međutim, ova faza vrlo kratko traje zbog epidemije koronavirusa, koji predstavlja početak pete i najnovije faze, u kojoj *Target* neravnoteže dosežu svoj maksimum (**Slika 5**).

Slika 4. Središnje banke eurozone s najvećim negativnim *Target* saldima, u milijardama eura



Izvor: ECB, 2021.

Slika 5. *Target* neravnoteže od osnutka do danas, u milijardama eura



Izvor: ECB, 2021.

Kvazifiskalna intervencija i izazovi rastućih *Target* neravnoteža

Dvije od navedenih faza ističu se po svom značaju, a to su prva faza (kriza eurozone) i treća faza (provedba QE programa). Posljedice po *Target* salda su donekle slična. U prvoj fazi, salda rastu brže, ali s nižim maksimumom. U trećoj fazi, salda rastu postojano i s višim maksimumom. Međutim, razlikuju se po općem karakteru nastanka neravnoteža. U prvoj fazi moguće je iščitati paniku preko kolapsa međubankovnog tržišta i instinktivnog bijega kapitala u sigurnost, u matične zemlje. U trećoj fazi, putem provedbe QE programa, dolazi do polaganog i sustavnog premještanja likvidnosti i investicija u zemlje centra eurozone, najviše u Njemačku.

U prvoj fazi temelj su činili krediti iz primarne emisije i relaksacija kolateralnih zahtjeva, čime je došlo do efektivne zamjene privatnoga s javnim financiranjem (privatnih i javnih dugova). Otuda i shvaćanje *Targeta* kao kvazifiskalnog kredita, kako ga Sinn (2020) imenuje. U trećoj fazi, kada dominira QE program (a unutar njega najviše PSPP program otkupa javnog duga), rezidenti i nerezidenti eurozone

Vujeva: *Target* neravnoteže unutar Eurosustava

nacionalnim središnjim bankama prodaju državne obveznice, a zauzvrat dobivaju likvidnost. Sudeći prema smjeru rasta *Target* neravnoteža, velika većina te likvidnosti uložena je u njemačku ekonomiju.

Slijedno, većina *Target* rasprava vodi se uz središnju ulogu Njemačke i posljedice po njemačku ekonomiju. Kakva će biti vrijednosna interpretacija *Target* mehanizma i opisanih faza *Target* neravnoteža tako snažno ovisi o teorijskoj podlozi, ali i o svjetonazoru ili ideologiji, pogotovo s obzirom na europski kontekst.

Osvrnimo se prvo na svjetonazorsku poziciju. Naime, kvazifiskalni karakter *Target* sustava može se promatrati iz perspektive solidarnosti i smanjenja kriznog udara putem provizije likvidnosti najugroženijim članicama monetarne unije. Mehanizam *Target* sustava omogućio je minimiziranje negativnih posljedica recesije po mnoge zemlje eurozone, pogotovo zemlje južne periferije. S već relativno visokim razinama javnoga duga, ove zemlje suočavale su se sa odviše prohibitivnim uvjetima na međunarodnom tržištu duga. Stoga je fiskalnu politiku zamijenila monetarna ekspanzija.

Nasuprot tome, ovakva prolongirana monetarna ekspanzija može se kritizirati kao nedemokratsko djelovanje izvan pravnih okvira i propisanih ciljeva Eurosustava, odnosno kao zadiranje u ovlasti parlamenta (najčešće se spominje njemački parlament) koji je za razliku od ECB-a odgovoran demokratskoj volji birača. Srodnom logikom, netržišna intervencija može bitno je imala negativne posljedice po konkurentnost južne periferije i učinila ju dodatno ovisnom o zemljama centra i daljnjim kvazifiskalnim transferima, kako putem umjetno održavanih negativnih vanjskotrgovinskih pozicija deficitarnih zemalja, tako i putem neefikasne alokacije kapitala unutar eurozone, što za sobom povlači nove distorzije.

Za informiraniji vrijednosni sud, možda bi trebalo razlikovati dvije faze kriznih monetarnih intervencija u europodručju. U prvoj, neposrednoj fazi, vjerojatno je točno da je *Target* mehanizam zabilježio pozitivnu ulogu monetarne ekspanzije u zenitu krize eurozone putem pružanja surogata međubankovnom tržištu u kolapsu. Monetarna politika Eurosustava, uz tehničku pomoć *Target* sustava, provodila je – zakašnjelu naspram Sjedinjenih Država, ali ipak provodila – svoju ulogu zajmodavca u posljednjoj nuždi. Uostalom, zajednički platni sustav esencijalna je karika u svakoj zajedničkoj monetarnoj uniji.

Međutim, vremenski otegnute i kontinuirane nekonvencionalne intervencije pod vodstvom ECB-a transformirale su tradicionalnu ulogu središnjih banaka, ali puno desetljeće nisu uspjele izvući eurozonu iz zamke likvidnosti i preniske inflacije. Zauzvrat su bilance središnjih banaka narasle na svoje povijesne maksimume. Moguća greška je bila upravo prolongiranje protukrizne kejnzijanske reakcije prvenstveno putem dugotrajne monetarne ekspanzije, koja je potom postala nova normalnost. Kako bilo, nakon financijske krize i vrlo sporog oporavka, pojavila se i pandemijska kriza, koja je postojeće monetarne trendove još više produbila.

Rekavši to, interpretacija *Target* neravnoteža također snažno ovisi o teorijskoj orijentaciji ekonomista. Sinn (2020) primjerice implicira da prevelika provizija likvidnosti u južnim zemljama kauzalno negativno utječe na proviziju likvidnosti u Njemačkoj, čime se idejno naslanja na RPD (*Reserve Position Doctrine*) doktrinu. Uz to, poseban naglasak stavlja na presudnu važnost vanjskotrgovinske pozicije zemalja.

**Interpretacija *Target* ravnoteža
snažno ovisi o teorijskoj orijentaciji
ekonomista**

Potrebno je ipak napomenuti – provizija likvidnosti središnjih banaka u Eurosustavu je automatska (uz zadovoljenje kolateralnih zahtjeva) i ne predstavlja igru nultog zbroja, što znači da ne dolazi do efekta istiskivanja. Drugim riječima, „loši“ euri ne istiskuju „dobre“ eure, odnosno ne vrijedi Greshamov zakon unutar Eurosustava budući da je količina rezervi ograničena tek količinom zadovoljavajućih kolaterala (koji su sami po sebi fleksibilni). Što se vanjskotrgovinskih pozicija tiče, već iz ranije navedenog primjera prebacivanja depozita između zemalja može se kauzalno odrediti razvoj *Target* neravnoteža koji ne pretpostavlja vanjskotrgovinski deficit zemlje iz koje kapital odlazi. To ne znači da vanjskotrgovinski deficiti nisu bitni, već da nisu nužni.

No, nemoguće je pratiti i identificirati svaku pojedinu transakciju i njene direktne razloge pa će se sukobljene interpretacije oko *Targeta* vjerojatno nastaviti. Primjerice, i dalje otvorenim ostaje pitanje koliko *Target* mehanizam bilježi namjere monetarnih vlasti, a koliko tek – bilježi. S jedne strane, magnitude

monetarnih intervencija i pomoći tržištima su dosad neviđene. S druge pak strane, kapital u neizvjesnim vremenima samoinicijativno odlazi u sigurnost. Sve navedeno moguće je interpretirati putem *Target* neravnoteža, koje se više čine kao bilješka elastičnosti europskog monetarnog sustava, a najmanje kao jedan od uzroka njegovih problema.

Ipak, jasno je da rastuće *Target* neravnoteže i laičkom i stručnom oku potencijalno izgledaju vrlo zabrinjavajuće, a to onda može poprimiti vlastiti život i pored racionalnih ili neposrednih izazova. Otud i dominacija specifičnih tematika u popularnim *Target* raspravama, kao što su problematizacija mogućnosti i scenarija raspada eurozone, pitanja naknada štete Njemačkoj zbog akumulirane razine *Target* potraživanja, pitanja naplate kamata na *Target* salda ili pak prijedlozi reformi *Targeta* u sustav koji bi efektivno značio povratak u zlatni standard.

Pogrešno je *Target* smatrati kauzalnim mehanizmom stvaranja neravnoteža između centra i periferije

U konačnici, možda je pošteno priznati da *Target* rasprave reflektiraju i zabrinutost ekonomske zajednice oko budućnosti monetarne unije snažno podijeljene na centar i periferiju. Konvergenciji periferije prema centru zasigurno nisu pomogle dvije systemske krize u tako kratkom vremenskom razdoblju. No, povrhu toga, eurozona u sebi itekako sadrži proturječnosti, nesavršenosti i preskočene korake.

Imajući sve ovo na umu, neuvjerljivo je krivicu za ekonomske probleme zajedničke monetarne unije pripisati jednom platnom sustavu. Također, pogrešno je *Target* smatrati kauzalnim mehanizmom stvaranja neravnoteža između centra i periferije. *Target* je, manjkom modernog platnog sustava, spomenute neravnoteže zabilježio. Međutim, dubinske uzroke neravnoteža i posljedične neizvjesnosti eurozone treba potražiti na drugim mjestima.

Literatura

- Bindseil, U. i König, P. J. (2011). The economics of TARGET2 balances. *SFB 649 Discussion Paper* 35
- Cecchetti, S. G., McCauley, R. N. i McGuire, P. M. (2012). Interpreting TARGET2 balances. *BIS Working Papers* 393
- Cesaratto, S. (2013). The Implications of TARGET2 in the European Balance of Payments Crisis and Beyond. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10(3), 359-382.
- Draghi, M. (2012). Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. *ecb.europa.eu*. 26. srpnja. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- ECB. (2019). Account of the monetary policy meeting. *ecb.europa.eu*. 11.-12. rujna. <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg191010~d8086505do.en.html>
- ECB. (2020). What are TARGET2 balances? *ecb.europa.eu*. 12. kolovoza. https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/target2_balances.en.html
- ECB. (2021). TARGET Balances. *ecb.europa.eu*. <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859&fbclid=IwARoZLAsrNLxhUaJ6qGiuQu9X-lkPOnj6FteYto2KLYRPEPcFwCd4vjgcOug>
- Sinn, H.-W. (2011). The ECB's secret bailout strategy. *Project-syndicate.org*. 29. travnja. <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-ecb-s-secret-bailout-strategy?barrier=accesspaylog>
- Sinn, H.-W. i Wollmershäuser, T. (2012). Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *International Tax and Public Finance*, 19(4), 468-508.

Vujeva: *Target* neravnoteže unutar Eurosustava

Sinn, H.-W. (2020). *The Economics of Target Balances: From Lehman to Corona*. Basingstoke i New York: Palgrave Macmillan.

Whelan, K. (2014). TARGET2 and central bank balance sheets. *Economic Policy*, 29(77), 79-137.