



JØRN I. HALVORSEN
Gjesteforsker ved Real Colegio Complutense (RCC) på Harvard Universitet

Krisen i eurosonen og TARGET-ubalanser

Det elektroniske betalingssystemet i eurosonen TARGET (eller TARGET2²) har i etterkant av finanskrisen generert store ubalanser på regnskapsbalansene til de nasjonale sentralbankene. Disse ubalansene har vært gjenstand for mye diskusjon blant økonomer og i internasjonal finanspresse. Basert på standard forutsetninger fra makroøkonomisk teori, argumenterer jeg her for at disse ubalansene reflekterer at (1) ESB har satt til side de selvkorrigerende mekanismene som gjelder for driftsbalansen mellom land. (2) I storstilt grad overført risiko fra internasjonale finansinvestorer til nasjonale skattebetalere. (3) At forventningen om en slik politikk gir en forklaring på hvorfor rentespreadene forsvant i forkant av innføringen av euroen.

1. INTRODUKSJON

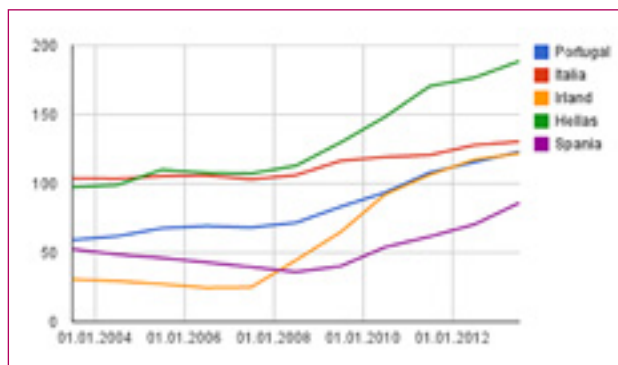
I den norske mediedekningen av eurokrisen har fokuset i stor grad vært rettet mot den offentlige gjeldskrisen som har berørt mange av landene i eurosonen. Særlig er det blitt fokusert på de offentlige finansene til de såkalte GIPS-landene. (Hellas, Irland, Portugal og Spania). Som vi kan se av figur 1, økte disse landenes offentlig gjeld som andel av BNP kraftig etter at finanskrisen brøt ut i USA høsten 2008.

Denne utviklingen, kombinert med dystre økonomiske utsikter, førte til at internasjonale investorer begynte å tvile på disse landenes evne til å betjene sin gjeld.

¹ Takkt til Stefanie G. Fernandez, Georg Rabl, Elisabeth Holvik, Arne Jon Isachsen, Per Botolf Maurseth, Erling Steigum og en anonym konsulent for gode innspill og kommentarer til denne artikkelen. Gjenstående feil og mangler står på forfatterens egen regning.

² TARGET står for Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System. Idag benyttes gjerne betegnelsen TARGET2. Dette viser til en oppgradering av det foregående systemet, men denne oppgraderingen har ingen betydning for de resultater som framkommer i denne artikkelen.

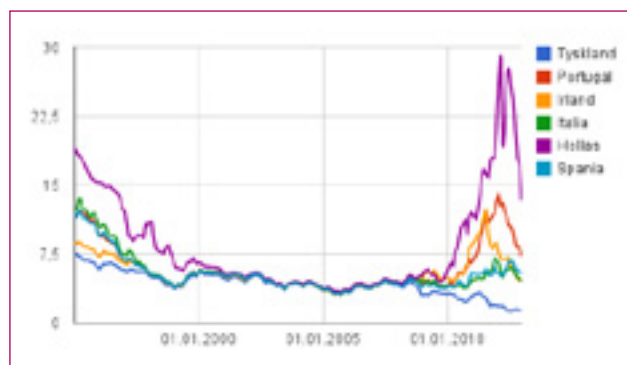
Figur 1: Offentlig gjeld som andel av BNP



Kilde: Eurostat

Som et resultat krevde markedet en stadig høyere risikopremie for disse landenes obligasjoner. Økt risikopremie førte i sin tur til økte renteutgifter på opptak av ny gjeld. Sannsynligheten for mislighold økte derfor ytterligere. For å bremse opp denne utviklingen, sa den europeiske sentralbanken (ESB) seg i september 2012 villig til

Figur 2: Renter på statsobligasjoner med 10-års løpetid



Kilde: Eurostat

å intervenere i annenhåndsmarkedet for å få ned spreadene gjennom det såkalte OMT (Outright Monetary Transactions) programmet.

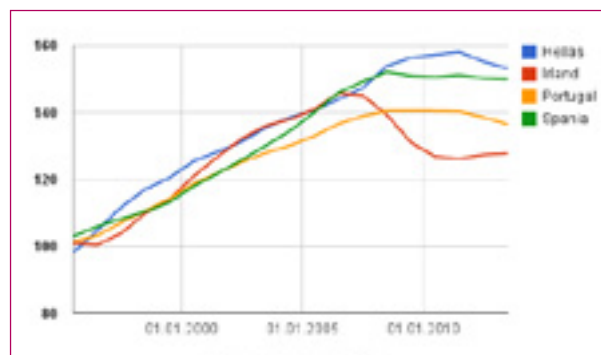
Disse statlige gjeldsproblemene gir imidlertid langt fra noe dekkende bildet av de økonomiske problemene som eurosonen i dag står ovenfor. I tillegg til offentlig gjeldsproblemer, har de fleste av GIPS-landene også opparbeidet seg store private gjeldsproblemer som en følge av sin handel med andre land.

Forklaringen på den sterke totale gjeldsøkningen blir vanligvis knyttet til utviklingen i rentespreaden i finansmarkedet. Som vi ser at figur 2, ble rentespreaden i forkant av innføringen av felles valuta i 2002 nærmest eliminert vurdert opp mot tyske statsobligasjoner, med det resultat at alle euroland kunne låne til omtrent samme rente.

For GIPS-landene ga det lave rentenivået støtet til en kreditfinansiert høykonjunktur, med en opplåning som i stor grad ble finansiert gjennom økt nettokapitalimport. Med konjunkturoppgangen fulgte både økte lønninger og priser kombinert med en sterk grad av feilallokering av økonomiens ressurser. Feilallokering kom for eksempel til syne ved en altfor ekspansiv vekst i boligbyggingen i Spania, oppblåsing av offentlig sektor i Hellas og en for stor finanssektor i Irland.

Som det framkommer av tallene under figur 3, er situasjonen i dag den at mange av GIPS-landene lider av et for høyt pris- og kostnadsnivå. Skal de to grunnleggende stabiliseringsmålene innenfor åpen makroøkonomi om intern (ledighet lik sitt naturlige ledighetsnivå) og ekstern balanse (bærekraftig nivå på utenlandsgjelden) nås, kan dette kun skje gjennom en forbedring av konkurranseevnen i form

Figur 3: BNP deflatoren for GIPS-landene vurdert i forhold til Tyskland fra perioden 1995–2013



Estimert behov for intern devaluering i tredje kvartal 2010 for å nå målet om ekstern balanse: Portugal 25–35 prosent, Irland 0 prosent, Hellas 25–35 prosent, Spania 25–35 prosent.

Kilde: Goldman Sachs European Economic Analysis (2013)

av en realdepresiering av valutakursen. Gitt ønske om fortsatt deltakelse i eurosamarbeidet, vil en slik forbedring måtte skje ved en intern devaluering. Noe som betyr at lønns- og prisveksten i en lengre periode må være lavere enn i Tyskland.

I denne artikkelen argumentere jeg for at ESB og EU systemet vektlegging på finansiell stabilitet, gjennom å forhindre investorer fra å ta tap og la verden gå videre, har i sterk grad satt til side den selvregulerende mekanismen som bringer økonomien mot intern og ekstern balanse. I tillegg synes en forventning i markedet om nettopp en slik politikk å fungere som en teoretisk økonomisk forklaring på hvorfor rentespreaden i eurosonen ble nærmest eliminert i forkant av innføringen av euroen.

Artikkelforfatteren gjør ikke noe stort krav om originalitet, siden artikkelen bringer på banen mange av de økonomiske argumentene som en også kan finne i Sinn & Wollmershauser (2012). Videre tar jeg i bruk de forenklede regnskapsbalansene som er beskrevet i Whelan (2013). For å redusere omfanget av analysen, styrer jeg imidlertid unna den debatten som har pågått tilknyttet nasjonale tap og skadevirkninger ved en oppløsning av selve eurosamarbeidet, og betinger med det derfor analysen på eurosamarbeidet fortsatte eksistens.

Artikkelen er inndelt som følger: Avsnitt 2 tar for seg egenskaper ved TARGET-systemet og viser utviklingen når det gjelder gjeld og fordringer på TARGET-balansen til de

nasjonale sentralbankene. Avsnitt 3 gir en beskrivelse av to hovedårsaker til at TARGET-systemet genererer ubalanser, og vurderer også de makroøkonomiske konsekvensene av forhindre disse ubalansene fra å oppstå. Avsnitt 4 ser nærmere på utviklingen i TARGET-gjeld og driftsbalansen for GIPS-landene i etterkant av finanskrisen. Avsnitt 5 vurderer sammenhengen mellom rentespread, rasjonelle forventninger og TARGET-ubalanser. Avsnitt 6 ser på de tre mest aktuelle politikvalgene eurosamarbeidet står ovenfor, og vurderer deres bidrag opp mot intern og ekstern balanse og finansiell stabilitet.

2. GJELD OG FORDRINGER PÅ TARGET-BALANSEN

For å gi et innblikk i hvordan TARGET-systemet kan generere ubalanser på regnskapsbalansene til de nasjonale sentralbankene, kan en først starte med å sette opp betingelsen som gjelder for utenriksregnskapet til et land. Dette regnskapet skal i prinsippet registrere samtlige pengetransaksjoner et lands økonomiske aktører (husholdninger, bedrifter og offentlige myndigheter) har med omverden. Generelt vil det gjelde for en bestemt periode at

$$(1) \quad \Delta RES = DR + KR$$

DR står for driftsbalansen (eller driftsregnskapet) ovenfor utlandet. KR for nettokapitalimporten. ΔRES for endringen i sentralbankens valutareserver.

En tilsvarende betingelse kan også stilles opp for utenriksregnskapet til et land innad i eurosonen. Tar vi utgangspunkt i likning (1), trekker fra driftsbalansen (DRV) og nettokapitalimporten (KRV) til alle land som ikke inngår i eurosonen, får vi

$$(2) \quad \Delta TR = (DR - DRV) + (KR - KRV) = DRI + KRI$$

DRI står for driftsbalansen innad i eurosonen og KRI for nettokapitalimporten. Når det gjelder venstresiden av uttrykket, betegner den ikke lengre endringer i sentralbankens valutareserver, men endringer i TARGET-balansen ΔTR (pluss er fordringer, minus er gjeld) som de nasjonale sentralbankene har ovenfor ESB.³

Når det gjelder TARGET-balansen, finnes det i utgangspunktet ikke noe regelverk som setter restriksjoner på hvor

høy gjelden på denne balansen kan bli. Men, som det vil bli gjort klart senere i denne artikkelen, vil det være renta og kravet til sikkerhet på refinansieringslån som sentralbanken setter som kan forhindre en for sterk gjeldsoppbygging på denne balansen. En annen egenskap ved TARGET-systemet er at gjelden er usikret, ettersom ESB ikke har innbygd noen mekanisme for å klarere TARGET-gjeld mot fordringer. Gjeld på denne balansen er påført en rente som er lik den renta som forretningsbankene må betale for refinansieringslån hos de nasjonale sentralbankene.

De to siste egenskapene skiller seg vesentlig fra det som Federal Reserve (FED) benytter ovenfor sine distriktsentralbanker. Gjeld og fordringer på deres betalingssystem Interdistrict Settlement Account (ISA) blir klarert årlig. Dette skjer ved at distriktsentralbankene får endret sine eierandeler i en portefølje av likvide verdipapirer som er kontrollert av FED. Gjeld på denne balansen er dessuten, i tillegg til renta på refinansieringslån, påført en ekstra strafferente (se Sinn & Wollmershauser, 2012 og Whelan, 2013, for detaljer).

Bakgrunnen til at regelverket til ESB er såpass forskjellig fra det som FED benytter, blir i Sinn & Wollmershauser (2012) forklart med at de som satte opp systemet i eurosonen ikke så for seg at det ville kunne generere store ubalanser. Som det framkommer av figur 3, genererte heller ikke TARGET-systemet noen større ubalanser hos de nasjonale sentralbankene før finanskrisen brøt ut i USA i 2008. Etter krisen, derimot, oppstod det store ubalanser.

Figur 4: Fordringer (+) og gjeld (-) på TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene fra 2013–2013 (6 måned)



Kilde: Datastream (basert på Sinn & Wollmershauser (2012))

³ Denne sammenheng vil gjelde eksakt kun dersom pengetransaksjoner som skjer over landegrensene gjøres elektronisk og med bruk av betalingssystemet TARGET. I praksis er den andelen beregnet til å ligge rundt 90 prosent, ESB (2012).

Figur 5-I: Ubalanser på TARGET-balansen forårsaket av økte reserver

I: Økning i reservene		
Hellas		
	Husholdning	
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
Oblig.	-250	750 Gjeld
Innsk.	1000	
	Forretningsbank	
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
Res.	1000	1000 Innsk.
	Nasjonal sentralbank	
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
Oblig.	250	1000 Res.
Ref.lån.	750	
Tyskland		
	Husholdning	
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
	Forretningsbank	
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
	Nasjonal sentralbank	
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.

Merk: Tallene viser endring i balansene

Ser man på Tyskland, er TARGET-fordringene på slutten av 2012 på hele 655 milliarder euro. Dette er på størrelse med det samlede overskuddet som Tyskland hadde på driftsbalansen mot eurolandene fra 2008 og fram til 2012. Disse TARGET-fordringene oppveies nesten av TARGET-gjelden til GIPS-landene, som i slutten av 2012 er på 573 milliarder euro. Som det blir belyst litt nærmere i del 4 av denne artikkelen, så synker ubalansen en god del i 2013.

3. HVA KAN FORÅRSAKE STORE UBALANSER PÅ TARGET-BALANSEN?

Ubalanser på regnskapsbalansene til de nasjonale sentralbankene, i form av endringer i TARGET-gjeld og fordringer, vil generelt oppstå når forretningsbankene overfører innskudd fra et land i eurosonen til et annet (Se Whelan, 2013, for en nærmere beskrivelse). Som vi nå skal vise for en stilisert økonomi, kan disse ubalansene bli vedvarende dersom veksten i basispengemengden, i form av reserver, er ulikt fordelt mellom de landene som inngår i samarbeidet.⁴

⁴ Basispengemengden er generelt definert som sedler og mynt pluss de reservene som forretningsbankene har på konto i sentralbanken. I eksemplene her ser vi bort fra eksistensen av sedler og mynt.

Eksempel 1 – Initial endring: Økning i reservene

I eksempel 1, illustrert i figur 5-I, antar vi at det hele begynner med at den nasjonale sentralbanken i Hellas øker sin reserver med 1000 euro. Som et resultat av åpne markedsoperasjoner, kjøper den obligasjoner for 250 euro av den greske husholdningen. I tillegg yter sentralbanken et lån til forretningsbanken på 750 euro, som etterpå låner dette ut til den greske husholdningen. Dette gir husholdningen en økning i sine likvide midler i form av innskudd på 1000 euro.

Den delen av økningen i reservene som blir overført til et annet land i eurosonen, kan vi betegne som penger utenfor landets grenser. Her legger vi til grunn at dette gjelder for hele økningen i reservene på 1000 euro. Som det framkommer av figur 5-II, vil en slik overføring generere endringer til de to nasjonale sentralbankene i form av TARGET-gjeld og fordringer. Overføringen av pengene kommer her på bakgrunn av to økonomiske transaksjoner: Den første transaksjonen skyldes at den greske husholdningen kjøper en tysk bil til 750 euro, den andre på grunn av direkte utenlandsinvesteringer (FDI) i form av kjøp av tysk eiendom til 250 euro. Som et resultat av de to transaksjonene, øker den tyske husholdningen sine innskudd i forretningsbanken med 1000 euro, som blir plassert som reserver hos Bundesbank.

Figur 5-II: Ubalanser på TARGET-balansen forårsaket av økte reserver

II: Penger utenfor landets grenser					
Hellas			Tyskland		
Husholdning			Husholdning		
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
Oblig.	-250	750 Gjeld	Hus	-250	
Innsk.	0		Bil	-750	
Bil	750		Innsk	1000	
Hus	250				
Forretningsbank			Forretningsbank		
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
Res.	0	0 Innsk.	Res.	1000	1000 Innsk.
Nasjonal sentralbank			Nasjonal sentralbank		
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.
Oblig.	250	0 Res.			1000 Res.
Ref.lån.	750	1000 TARGET-G.	Target-F.	1000	

Endringer i TARGET-gjeld og fordringer
 Utenriksregnskapet (internt) for Hellas (motsatt for Tyskland)
 $dTR = -1000 = (DRI + KRI) = (-750 - 250)$
 Merk: Tallene viser endring i balansene

Dette eksemplet illustrere et prinsipielt viktig poeng, nemlig at en økning i basispengemengden hos et land, i form av reserver, kan bidra (slik også likning (2) bekrefter) til å finansiere underskuddet på driftsbalansen innad i eurosonen.

Eksempel 2 – Initial endring: Kapitalflukt

I eksempel 2, illustrert i figur 6-I, antar vi at det hele begynner ved at både den greske og tyske husholdningen flytter et beløp på 1000 euro fra sin innskuddskonto hos den greske til den tyske forretningsbanken. Som følge av dette oppstår det en reduksjon i reservene hos den greske nasjonale sentralbanken på 2000 euro, som blir motsvart av en tilsvarende økning hos Bundesbank. På regnskapsbalansene til de nasjonale sentralbankene motsvares dette av en tilsvarende økning i TARGET-gjeld og fordringer.

Som et resultat av kapitalflukten, kan det hos den greske forretningsbanken nå oppstå et ønske om å fylle opp reservene igjen. Dette kan skyldes et behov for møte reservekravet til ESB, eller bankens eget ønske om å tilby et stabilt og velfungerende betalingssystem.

Som det framkommer av figur 6-II, antar vi at denne reserveoppbyggingen skjer ved at forretningsbanken øker sin beholdning av reserver med 2000 euro gjennom et refinansieringslån hos den nasjonale sentralbanken. Totalt sett, etter alle transaksjonene, vil derfor reservene tilhørende den greske økonomien stå uendret.

Dette eksemplet illustrere et annet prinsipielt viktig poeng, nemlig at økt reserveoppbygging hos et land ved bruk av refinansieringslån kan fungere (slik også likning (2) bekrefter) som en erstatning for privat kapital, og derfor gi et viktig bidrag til å sikre finansiell stabilitet.

Hvordan kan det oppstå asymmetri i veksten i basispengemengden mellom land i eurosonen?

ESBs pengepolitikk skal i prinsippet være lik for alle landene som inngår i eurosonen. Et spørsmål som det da kan være naturlig å stille seg er hvor realistisk det to foregående eksemplene er, som knytter hele den initiale økningen i basispenger, i form av reserver, til kun den greske sentralbanken.

For å forstå dette nærmere, legger vi først til grunn at forretningsbankene har mulighet til finansiering gjennom

Figur 6-I: Ubalanser på TARGET-balansen forårsaket av kapitalflukt

I: Initialt: Kapitalflukt			
Hellas		Tyskland	
Husholdning		Husholdning	
	Eiendeler Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler Gjeld&Eg.kap.
Innsk. H.	-1000	Innsk.H.	-1000
Innsk. T.	1000	Innsk.T.	1000
Forretningsbank		Forretningsbank	
	Eiendeler Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler Gjeld&Eg.kap.
Res.	-2000	Res.	2000
	-1000 Innsk. Hush. H.		1000 Innsk.Hush.H.
	-1000 Innsk. Hush. T.		1000 Innsk.Hush.T.
Nasjonal sentralbank		Nasjonal sentralbank	
	Eiendeler Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler Gjeld&Eg.kap.
	-2000 Res.	TARGET-F.	2000
	2000 TARGET-G.		2000 Res.

Merk: Tallene viser endring i balansene

Figur 6-II: Ubalanser på TARGET-balansen forårsaket av kapitalflukt

II: Oppfylling av reserver			
Hellas		Tyskland	
Husholdning		Husholdning	
	Eiendeler Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler Gjeld&Eg.kap.
Innsk. H.	-1000	Innsk.H.	-1000
Innsk. T.	1000	Innsk.T.	1000
Forretningsbank		Forretningsbank	
	Eiendeler Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler Gjeld&Eg.kap.
Res.	0	Res.	2000
	-1000 Innsk. Hush. H.		1000 Innsk.Hush.H.
	-1000 Innsk. Hush. T.		1000 Innsk.Hush.T.
	2000 Ref. Lån.		
Nasjonal sentralbank		Nasjonal sentralbank	
	Eiendeler Gjeld&Eg.kap.		Eiendeler Gjeld&Eg.kap.
	0 Res.	TARGET-F.	2000
	2000 TARGET-G.		2000 Res.

Endringer i TARGET-gjeld og fordringer
 Utenriksregnskapet (internt) for Hellas (motsatt for Tyskland)
 $dTR = -2000 = (DRI + KRI) = (0 - 2000)$

Merk: Tallene viser endring i balansene

både kapitalmarkedet (obligasjoner, innskudd og interbankmarkedet) og bruk av refinansieringslån. Når det gjelder refinansieringslån, er ikke renta bestemt i markedet, men styrt av ESB og underlagt restriksjoner i form av krav til sikkerhet og likviditetsskranker. Fordi det virker rimelig å anta at forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader, vil refinansieringslån bli valgt dersom kostnadene her er lavere enn i kapitalmarkedet.

I kapitalmarkedet vil finansieringskostnadene typisk inneholde en risikopremie som reflekterer investorens vurdering av forretningsbankens soliditet. Dersom den tyske forretningsbanken i vårt eksempel anses som mer solid enn den greske, kan vi få en løsning hvor det er mest kostnadsbesparende for den greske forretningsbanken å benytte refinansieringslån, mens den tyske finansierer seg i markedet. Dermed har vi et resultat som kan forklare hvordan asymmetri i veksten i basispengemengden mellom land i eurosonen kan oppstå.

Kontrafaktisk analyse

Begge de to foregående eksemplene la til grunn en økning i reservene til sentralbanken i Hellas. En interessant ting å gjøre er å foreta en kontrafaktisk analyse, nemlig å stille spørsmålet: Hva ville ha skjedd dersom denne økningen i reservene ikke hadde skjedd?

I eksempel 1 ville uendrede reserver ha økt utlånsrenta til forretningsbanken i Hellas, ettersom den da vil måtte finansiere seg i kapitalmarkedet, som har en høyere finansieringskostnad (dette vet vi, ettersom denne låneformen ikke ble valgt tidligere). Standard makroøkonomisk teori sier at økt rente fører til redusert etterspørsel etter innenlandske og utenlandske varer og tjenester, som igjen fører til redusert utenlandsgjeld og økt ledighet. Denne effekten vil bli ytterligere forsterket ved eksistensen av en bankutlånskanal, siden den økte renta også vil gi redusert tilgang fra bankene i form av bankkreditt (se Disyatat (2011)). På sikt vil den økte ledigheten presse lønninger og priser nedover (intern devaluering) og nettoeksporten øke sammen med sysselsettingen i konkurranseutsatt sektor. Totalt sett vil derfor denne politikken trekke økonomien nærmere sine to grunnleggende stabiliseringsmålene om intern og ekstern balanse.

I eksempel 2 vil manglende reserveoppbygging umiddelbart ført til en reduksjon i den greske forretningsbankens reserver. Antar vi nå at banken ønsker å bringe disse reservene tilbake igjen, men uten bruk av refinansieringslån, vil den være nødt til å søke markedsfinansiering. Enkel

porteføljeteori tilsier at dette er mulig dersom bankene betaler en premie på sin finansieringskostnader som i det minste oppveier for den forventede kostnaden som påføres investoren ved en bankkonkurs (se for eks. Disyatat (2011)).

Som Whelan (2012) påpeker, kan imidlertid markedspsykologien i en slik situasjon spille en dominerende rolle. Frykten for en bankkonkurs vil gjøre at renteøkningen aldri vil være tilstrekkelig, og løp på bankene i form av massiv kapitalflukt kan bli et utfall.

Ser vi bort fra sistnevnte, har vi at uendrede reserver må føre til en økning i utlånsrenta i gresk økonomi, hvor vi legger til grunn de etterfølgende effekter på makroøkonomien som beskrevet ovenfor.

Denne kontrafaktiske analysen viser derfor det første hovedresultatet i denne artikkelen, nemlig at ESB, gjennom å tilby refinansieringslån som har bedre betingelse enn i markedet, kan sette til side de selvkorrigerende mekanismene som gjelder for driftsbalansen mellom land.⁵

Hvordan overfører TARGET-systemet risiko fra investorer til nasjonale innbyggere og skattebetalere?

La oss nå belyse det andre hovedresultatet i denne artikkelen, nemlig hvordan ESBs pengepolitikk gjennom TARGET-systemet kan overføre risiko fra finansinvestorer til nasjonale skattebetalere.

Tabell 1: Endring i sentralbankenes balanse som resultat av eksempel 1

Inntekter genereres fra økning i beholdning av	ESB	Tyskland	Hellas
Obligasjoner	250		
Refinansieringslån	750		
TARGET-fordringer		1000	

Utgifter genereres fra økning i beholdning av			
TARGET-gjeld			1000
Reservekonto		1000	

⁵ Disse mekanismene ble diskutert allerede av David Hume i hans essay «On the balance of Trade» (Hume, 1752). Dette omtales i dag som «The price-specie-flow mechanism». Den underliggende trusselen om tap av gullreserver utgjør her en mekanisme som regulerer hvor sterk basispengemengdeveksten kan være i enkeltlandene. Se Burda (2012) for en diskusjon av disse resultatene vurdert opp mot eurosamarbeidet.

Tabell 2: Endring i sentralbankenes balanse som resultat av eksempel 2

Inntekter genereres fra økning i beholdning av	ESB	Tyskland	Hellas
Obligasjoner			
Refinansieringslån	2000		2000
TARGET-fordringer		2000	

Utgifter genereres fra økning i beholdning av	ESB	Tyskland	Hellas
TARGET-gjeld			2000
Reservekonto	2000	2000	

Tabell 1 og 2 viser endringer på regnskapsbalansene til de nasjonale skattebetalere og ESB som et resultat av eksempel 1 og 2. Generelt er overskuddet til de nasjonale sentralbanken gitt ved avkastningen på sine eiendeler fratrasket rentekostnadene ved gjeldspostene. Overskuddet til ESB (seigniorage) er gitt ved summen av overskuddene til de nasjonale sentralbankene. Dette beløpet skal, ifølge regelverket for eurosone, bli betalt ut til de nasjonale myndighetene basert på landenes aksjeandel i ESB (se Whelan (2013)).

Siden rentekostnadene på TARGET-gjeld er lik renteinntektene på TARGET-fordringer, nettes disse to postene mot hverandre når en betrakter systemet som helhet.⁶ For tabell 1, tilknyttet det første eksemplet, betyr dette at overskuddet er gitt ved inntektene fra gresk økonomi knyttet til avkastning på obligasjoner for 250 euro og renteinntekter på refinansieringslån på 750 euro fratrasket rentekostnadene som Bundesbank betaler til den tyske forretningsbanken for innskudd på sin reservekonto på 1000 euro. For tabell 2, tilknyttet det andre eksemplet, er overskuddet er gitt ved renteinntektene fra refinansieringslånet fratrasket rentekostnaden på reservekontoen, begge på 2000 euro.

Den risikoen som ESB, gjennom eksempel 1 og 2, har påført nasjonale innbyggere og skattebetalere, er knyttet til sannsynligheten for mislighold på obligasjonene eller insolvens hos forretningsbanken. Dersom en slik tilstand inntrer, vil overskuddet bli lavere enn dersom ESB foretok

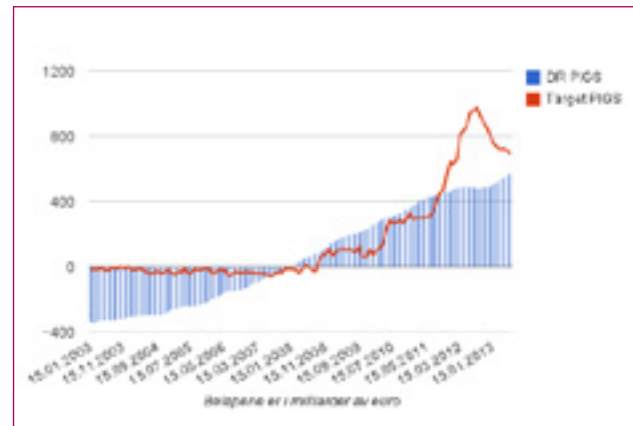
en alternativ og sikrere plassering.⁷ Denne forskjellen vil derfor komme som et fratrekk til det overskuddet som ESB tilfører de nasjonale myndighetene. Fordi budsjettbetingelsen som gjelder for offentlig sektor alltid må holde, må dette fratrekket gjøres opp enten ved økte skatter, kutt i offentlige utgifter eller en kombinasjon.

Dette poenget viser derfor det andre hovedresultatet i denne artikkelen, nemlig at ESB, gjennom å tilby refinansieringslån som har bedre betingelse enn i markedet kan overføre risiko over fra internasjonale finansinvestorer til nasjonale skattebetalere.

4. UTVIKLINGEN I TARGET-GJELDEN OG DRIFTSBALANSEN TIL GIPS-LANDENE ETTER FINANSKRISEN

Utviklingen i TARGET-gjelden og økningen i underskuddet på driftsbalansen til GIPS-landene fra 2007 til 2013 er vist i figur 7. For starten av perioden er nivået på driftsbalansen justert ned slik at den er nøyaktig lik nivået på TARGET-gjelden. Det gir oss muligheten til å observere hvordan disse to variablene sammenfaller med hverandre etter finanskrisen.

Figur 7: Utviklingen i Target-gjelden og driftsbalanse (positivt tall er underskudd) for GIPS-landene akkumulert fra 2003 – 2013 (6. måned)



Kilde: Datastream (basert på Sinn & Wollmershauser 2012)

⁶ Mye av diskusjonen som er knyttet til TARGET-ubalanser har gått hva som vil skje med disse ubalansene ved en opphøring, eller ved at noen land trekker seg ut av eurosamarbeidet. Under et slikt scenario vil ikke lengre de nasjonale sentralbankene være forpliktet til å betale rentekostnadene på TARGET-gjelden, noe som kan gi et inntektsbortfall for landene som fortsatt deltar. Men et slikt scenario berører også en rekke andre problemstillinger, og som det ble nevnt innledningsvis, faller disse tingene utenfor det som den artikkelen ønsker å analysere. Spesielt interesserte henvises til Whelan (2013) og Sinn (2012) for en omfattende diskusjon knyttet til disse problemstillingene.

⁷ Siden det på lang sikt eksisterer en nær sammenheng mellom inflasjon og pengemengdevekst, vil veksten i reservene i sterk grad reflektere inflasjonsmålet til ESB. Som en konsekvens, vil overskuddet til ESB (seigniorage) på sikt, så lenge ikke inflasjonsmålet endres, primært kun påvirkes av hvordan ESB benytter en gitt økning i reservene til å utvide og endre sammensetningen på eidelssiden på sin balanse.

I perioden fra 2007 til 2012 ser vi at de to kurvene er noenlunde sammenfallende. På midten av 2012 og fram til slutten av 2012 stiger imidlertid TARGET-gjelden mens økningen i driftsbalansen flater ut. Denne siste utviklingen i TARGET-gjelden så godt som reverseres i 2013.

Til tross for at TARGET-gjelden og driftsbalansen er sammenfallende i store deler av perioden, betyr ikke dette nødvendigvis at det er en økning i basispengemengden hos de nasjonale sentralbankene til GIPS-landene som direkte finansierer underskuddet på driftsbalansen. Slik som det ble vist i eksempel 1 i forrige avsnitt at var mulig. Forskning på dette området tenderer å konkludere i retning av at de økte reservene kommer som en respons til økt kapitalflukt (se for eks. Cecioni & Ferrero, 2012, og De Grauwe & Ji, 2012), slik som det ble vist i eksempel 2. At kurvene likevel er sammenfallende, må derfor knyttes til de myriader av transaksjoner, i form av kjøp av varer og tjenester og porteføljecomplassering, som kommer i etterkant av de direkte effektene.

Generelt er disse TARGET-ubalansene en refleksjon av ESBs liberale kredittpolitikk for refinansieringslån i etterkant av finanskrisen. En politikk som er et resultat av flertallsavgjørelser fattet av ESBs sentralstyre.⁸ Fra oktober 2008 til mai 2009 ble rentenivået for lån til forretningsbankene fra de nasjonale sentralbankene redusert fra 4,25 prosent til 1 prosent. Kravet til sikkerhet ble samtidig redusert fra en rating på A- til BBB. En ytterligere reduksjon kom sommeren 2010, nå i form av lån helt uten krav til sikkerhet (ELA lån) til flere av de kriserammede GIPS-landene. Nedgangen i deler av ubalansene fra slutten av 2012 og utover i 2013 kan trolig knyttes til OMT-programmet til ESB, som gjennom fallende rentespreader bidro til større finansiell stabilitet. Dette ga et viktig bidrag til å reversere deler av kapitalflukten tilbake til landene i sør.

5. SAMMENHENG MELLOM RENTESPREAD, RASJONELLE FORVENTNINGER OG TARGET-UBALANSER

I avsnitt 3 ble det vist at det i prinsippet var mulig for ESB gjennom en liberal kredittpolitikk for refinansieringslån å sikre finansiell stabilitet. Forrige viste oss at denne politikken i sterk grad også har blitt fulgt

⁸ ESBs sentralstyre består total sett av ett medlem fra hver av de nasjonale sentralbankene pluss seks medlemmer fra ESBs utøvende styre. Stemmegivingen skal være uavhengig av nasjonale hensyn, hvor de ulike lands stemmegiving har lik vekt.

Legger man til grunn at finansinvestorer gjennomgående vurderte denne politikken som svært sannsynlig kan vi belyse det tredje hovedpoenget i denne artikkelen, nemlig hvorfor rentespreaden falt i forkant av innføringen av euroen.

Siden ESB har mulighet til å sikre finansiell stabilitet lang tid, siden man har mulighet til å redusere kravet til sikkerhet hele tiden nedover, ga dette innskytere og eiere av bankobligasjoner (spesielt de obligasjonene med kort løpetid) en delvis statlig garanti mot tap.⁹ Betinget på en slik forventning om garanti mot tap, ble behovet for utlånere å kontrollere risikoen hos mottagerne sterkt redusert, med den økonomiske følge at låneivrige aktører i større grad ble betjent.

Dette kan fungere som en forklaring på, som ble vist innledningsvis, den kraftige gjeldsoppbyggingen og konjunkturoppgangen som fant sted for GIPS-landene i eurosone etter innføringen av euroen og fram til finanskrisen i USA. Med det resultat at disse landene i dag (med unntak av Irland) lider av en altfor svak konkurranseevne.¹⁰ På bakgrunn av disse konkurranseproblemene, kan det avslutningsvis i denne artikkelen være på plass å gi en kort vurdering av tre av de mest aktuelle politikvalgene eurosamarbeidet står ovenfor, og deres forventede påvirkning på intern og ekstern balanse samt finansiell ustabilitet.

6. TRE POLITIKKVALG FOR EUROSOEN

Politikkvalg 1: Tilbake til markedene

Dette går ut på å heve kravet til sikkerhet på refinansieringslån, slik at kapitalmarkedet igjen blir for de kriserammede landene den foretrukne formen for bankenes finansiering.

Ved denne formen for finansiering, vil utlånsrenten til forretningsbankene bli påvirket av risikopremien for markedsfinansiering. Et utfall av denne politikken vil derfor bli en kredittkontraksjon. Som beskrevet i den kontrafaktiske analysen under avsnitt 3, vil dette gi fall i etterspørselen

⁹ I tillegg til refinansieringslån har selvfølgelig de nasjonale redningspakkene som nå er institusjonalisert gjennom European Stability Mechanism (ESM) og ESBs outright monetary transaction (OMT) vært viktige bidragsytere for finansiell stabilitet. Beløpmessig er allikevel TARGET-gjeld den klart viktigste posten (se <https://www.cesifo-group.de/tfoHome/policy/Haftungspegel.html>).

¹⁰ Finanskrisen oppstod allerede i 2007 i Irland, og derfor mye tidligere enn de andre GIPS-landene. Tilgangen til billig refinansieringslån var under denne perioden mer restriktiv. Dette bli i Sinn & Wollmershauser (2012) gitt som en forklaring på hvorfor Irland i dag ikke har noe behov for å forbedre konkurranseevnen.

som trekker økonomien raskere mot målene om intern og ekstern balanse.

For de mest kriseutsatte landene er det vanskelig å se for seg at dette ikke også skulle føre med seg en sterk grad av finansielle ustabilitet. Problemer som finansiering av statsgjeld, bankkonkurser og kapitalflukt vil derfor kunne flyte opp til overflaten igjen. Trolig vil dette valget derfor fungere vesentlig bedre dersom det kommer sammen med en koordinert plan om gjeldssletting.

Politikkvalg 2: Økt inflasjon i nord

Dersom deflasjonspolitikken i det første politikkvalget anses som for hard, kan prosessen mildnes noe ved at det gjennomføres en ekspansiv penge- og finanspolitikk for landene i nord. Konkret kan dette gjennomføres ved å sette kravet til sikkerhet på refinansieringslån til det samme som under det første politikkvalget, samt kombinere dette med en styringsrenta nær null og ekspansiv finanspolitikk for landene i nord.

Resultatet av denne politikken kan derfor bli en høyt tiltrengt etterspørselsimpuls fra landene i nord. Dette vil føre til økt etterspørsel som på sikt vil drive opp lønns- og prisnivået i dette området. I sør vil den økte etterspørselen gi en positiv impuls til eksportsektoren med potensiale for tilhørende positive multiplikatoreffekter.

Sammenliknet med politikkvalg 1, vil derfor denne politikken for de kriserammede landene øke hastigheten mot intern og ekstern balanse, og av den grunn gi et viktig bidrag til å redusere sannsynligheten for finansiell ustabilitet.

Politikkvalg 3: ESM, OMT, bankunion og euro-obligasjoner

I det siste politikkvalget kan en, for enkelhetens skyld, samle alle de politikkbeslutninger som intervensjoner med de frie kapitalbevegelsene i eurosonen. Dette inkluderer derfor igangsatte programmet som ESM (European Stability Mechanism). Men en kan også inkludere planlagte programmer som euro-obligasjoner, europeisk bankunion, da med egenskaper som kan bidra til en sosialisering av gjeld.

Om enn forskjellig i karakter, har disse tiltakene som fellesnevner at de man kan forvente at de fører til en reprising av risikopremien i kapitalmarkedene. Disse tiltakene kan derfor gi et viktig bidrag til finansiell stabilitet, som potensielt gir politiske myndigheter spillerom til å gjennomføre nødvendige politiske reformer. Men, som det ble

belyst i avsnitt 5, standard økonomisk teori er klar på at en slik reprising på lang sikt bidrar til å underminere kapitalmarkedets evne til allokere kapital på en effektiv måte. En stabiliseringsmekanisme, som det her har blitt argumentert for i denne artikkelen, er nødvendig i et valutasamarbeid for å bringe nasjonale økonomier mot intern og ekstern balanse. På bakgrunn av dette, virker det rimelig å forvente at en for sterk innføring av disse tiltakene vil gjøre at ledighetsproblemene i sør-Europa vil stå uløst i lang tid framover.

REFERANSER

Anon. (2013). *Goldman Sachs European Economic Analysis*, s.l.: Goldman Sachs Economic Research.

Bindseil, U. & Koenig, P. (2011). *The economics of TARGET2 balances*, s.l.: s.n.

Burda, M. (2012). *Hume on hold*, s.l.: Vox EU.

Cecioni, M. & Ferrero, G. (2012). *Determinants of TARGET2 Imbalances*, s.l., Banca d'Italia, p. 136.

De Grauwe, P. & Ji, Y. (2012). *What Germany Should Fear Most is Its Own Fear: An Analysis of Target2 and Current Account Imbalances*, s.l.: s.n.

Disyatat, P. (2011). The bank lending channel revisited. *Journal of money, Credit and Banking*, pp. 711-734.

ESB (2012). *TARGET Annual Report 2011*, s.l.: European Central Bank.

Hume, D. (1752). *Political discourses*. Edinburgh: A. Kincaid & A. Donaldson.

Peeters, M. & Reijer, A. (2011). *On wage formation, wage flexibility and wage coordination: A focus on the wage impact of productivity in Germany, Greece, Ireland, Portugal, Spain and the United States*, s.l.: Centre for Economic Policy Research.

Sinn, H.-W. & Wollmershauser, T. (2012). Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility. *International Tax and Public Finance*, pp. 1-41.

Whelan, K. (2013). *TARGET2 and Central Bank Balance Sheets*, s.l.: UCD CENTRE FOR ECONOMIC RESEARCH WORKING PAPER SERIES.