TARGET: En tsunami av usikret gjeld?

Av Jørn I. Halvorsen[1]

Førsteamanuensis, Institutt for samfunnsøkonomi.

Handelshøyskolen BI[2]

Ingress

"TARGET" (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) stod lenge kun som en betegnelse kun på det elektroniske betalingssystemet som blir benyttet i eurosonen. I løpet av de siste årene har imidlertid professor Hans-Werner Sinns økonomiske tolkninger om ubalanser som har blitt generert i dette systemet skapt mye diskusjon i akademiske miljøer og internasjonal finanspresse. En diskusjon som har vært preget av mye politisk støy, uklarheter og misoppfatninger; og kanskje derfor i liten grad berørt mediebildet her hjemme. Formålet med denne artikkelen er først å gi en gjennomgang over de viktigste momentene som er knyttet til diskusjonen om ubalansene i TARGET-systemet. Jeg vil her følge nært analysen som er gitt i (Sinn og Wollmershauser 2012), og vise hvordan de regler som gjelder for oppgjør i betalingssystemet bidrar til å gjøre eursonen som økonomisk system ustabilt. En ustabilitet som er en konsekvens av systemet gjør det mulig (1) for en lengre periode å sette de selvkorrigerende mekanismene for utenrikshandel mellom land ut av spill og (2) overføre risiko fra investorer over til de nasjonale sentralbankene. Til slutt i artikkelen diskuterer jeg tre forskjellige alternativer som eurosonen kan ta i bruk for å bremse opp ubalansene og tidels redusere ubalansene i TARGET-systemet.

Introduksjon

Den norske medierapporteringen om eurokrisen har i stor grad omhandlet den offentlige gjeldskrisen som gjelder for mange av de landene som inngår i eurosonen. Særlig er det blitt fokusert på de offentlige finansene til de såkalte PIIGS-landene (Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania). Her har offentlige gjeld som andel av BNP utviklet seg svært negativt i tiden etter finanskrisen i USA. Denne utviklingen kombinert med pessimistiske utsikter om landenes fremtidige økonomiske utvikling gjorde at mange internasjonale investorer begynte å tvile på disse landenes evne til å tilbakebetale sin gjeld, og krevde derfor en høyere risikopremie på landenes statsobligasjoner.

[1] En takk til Stefanie G. Fernandez, Georg Rabl , Elisabeth Holvik, Per Botolf Maurseth og Erling Steigum for gode innspill og kommentarer tilknyttet utarbeidelsen av denne artikkelen.

En slik utvikling kan raskt bli selvoppfyllende, siden økt premie bidrar økt utgifter både på nye låneopptak og rullering av gammel gjeld. For å bremse opp en slik utvikling, sa den europeiske sentralbanken (ESB) seg i september 2012 villig til å intervenere i annenhåndsmarkedet for å få ned risikospreaden mellom de forskjellige lands statsobligasjoner. Dette igjennom de såkalte OMT (Outright Monetary Transactions) programmet.

Sett inn figur 1 omtrent her.

Sett inn figur 2 omtrent her.

En analyse av PIIGS-landene offentlige gjeldskrise gir imidlertid langt fra et heldekkende bilde over disse landenes negative økonomiske utvikling. Landene lider også i privat sektor under en sterk grad av ubalanser i sin handel med andre land. En vanlig forklaring på hvorfor disse ubalansene kunne oppstå er reflektert i rentespreaden i finansmarkedene etter innføringen av felles valuta i 2002. Risikopremien som finansmarkedene krevde for å investere i disse landene falt, og for eksempel landenes rentespread mot tyske statsobligasjoner ble nærest eliminert i den første perioden av pengeunionen (2002-2006) (se figur 2). Som en følge av dette tilfløt privat kapital disse landene i store mengder, og ga støtet til en kredittfinansiert høykonjunktur. Under denne konjunkturoppgangen ble landenes underskudd på driftsregnskapet nærmest fullfinansiert av nettokapitalimport. Ekspansjonen førte videre med seg økte priser og lønninger kombinert med en sterk grav av feilinvesteringer av økonomiske ressurser.

Finanskrisen i USA som startet opp sommeren 2007, og den etterfølgende kollapsen i interbankmarkedet, markerte så slutten for disse landenes mulighet til å hente billig utenlands kapital. Markedets krav til risikopremie økte og private investorers låneiver tørket inn. Som en konsekvens av denne sviktende tilgang på kapital, kom politikerne i EU-systemet på banen med forskjellige former for hjelpepakker med det mål om å opprettholde stabiliteten i finanssektoren. Nylig har disse tiltakene blitt institusjonalisert, ved at kriserammede land nå kan søke finansiell støtte igjennom ESM (European stability mechanism).

Som en følge av den kredittfinansierte høykonjunkturen, er situasjonen i dag den at de fleste av de kriserammede PIIGS-landene lider under et for høyt pris- og lønnsnivå (se for eks. (Peeters og Reijer 2011)). Det gjør at landene har en svak konkurranseevne, noe som vanskeliggjør prosessen med å skape nye bærekraftig arbeidsplasser. Det fundamentale problemet som må løses går derfor ut på å få til en forbedring av landenes konkurranseevne ovenfor omverden igjennom relativ depresiering av realvalutakursen. Som det ofte blir påpekt, vil en slik endring kunne skje nærmest over natten gjennom den nominelle valutakursen for de landene som trer ut av den monetære unionen og vender tilbake til egen valuta og flytende kurs. Innenfor den monetære unionen, derimot, vil en depresiering av

realvalutakursen kun skje som en følge av innenlandsk prisnedgang (dvs. deflasjon), gitt at prisnivåene for de resterende landene i eurosonen holdes fast.

Det man hittil har observert er derimot at de fleste av PIIGS-landene siden finanskrisen knapt har vist noen tegn til deflasjon. Det har fått flere kommentatorer til å stille spørsmålet hvorvidt eurosonen som økonomisk system legger lokk på økonomiens mulighet til å regulere seg selv.

I denne artikkelen ønsker jeg å vise i tråd med den analysen man kan finne i (Sinn og Wollmershauser 2012) at eurosonen som økonomisk system har iboende muligheter til selvregulering. Disse mekanismene har imidlertid blitt satt til siden av den pengepolitikken som den europeiske sentralbanken har ført. En politikk som har vært mulig gitt de regler i TARGET-systemet som gjelder for oppgjør mellom land. Avslutningsvis vurderer jeg konsekvensen av tre forskjellige alternativer som eurosonen kan ta dersom man ønsker å forhindre større ubalanser i TARGET-systemet og bevare den monetære union. Før vi går i gang med alt dette, er nødvendig først å gi en forklaring av hvordan TARGET-systemet i dag fungerer og hvorfor ubalanser i dette systemet så lett kan oppstå.

Gjeld og fordringer på TARGET-balansen

For å få klarhet i hvordan gjeld og fordringer oppstår i TARGET-systemet kan det være greit å starte med å vise hvordan utenriksregnskapet ser ut for et land med flytende valutakurs. Dette regnskapet skal i prinsippet registrere samtlige pengetransaksjoner et lands innbyggere (juridiske og fysiske) har med omverden. Under flytende kurs vil vi ha at

(1) $0 \equiv DR+KR$

DR står her for driftsbalansen eller driftsregnskapet ovenfor utlandet for en gitt periode. Differansen mellom innbetalinger og utbetalinger på driftsbalansen må motsvares av en netto finansstrøm gitt ved KR. KR betegner her nettokapitalimporten, og måler nettoendringer som oppstår i landets fordrings- og gjeldsposisjoner som følge av kjøp og salg av finansobjekter med omverden. Det følger av (1) at det alltid vil gjelde at et lands underskudd på driftsbalansen blir finansiert igjennom netto kapitalimport. Tilsvarende vil et overskudd bli finansiert ved nettokapitaleksport.

Dersom et land operer under et fastkursregime, skiller man vanligvis sentralbanken ut som en egenenhet i utenriksregnskapet. Begrunnelsen for dette er at sentralbanken under et slikt regime blir en aktør i valutamarkedet ved at den av myndighetene er pålagt å tilby landets egen valuta til en fast pris. Definisjonssammenhengen som gjelder for utenriksregnskapet vil i dette tilfelle kunne uttrykkes som

(2) $\Delta RES \equiv DR+KR$

Hvor ΔRES står for endringene i sentralbankens utenlandsreserver. Disse reservene består vanligvis av et utvalg av andre lands valutaer og gullbeholdning.

Til forskjell fra et flytende kurs regime, forteller (2) oss at under et fastkursregime behøver ikke resultatet på driftsbalansen bli motsvart av en tilsvarende negativ bevegelse i nettokapitaleksporten. Deler av resultatet på driftsbalansen kan også bli møtt av en endring i beholdningen av sentralbankens reserver. Fastkursregime setter ikke noen begrensninger på hvor store et lands utenlandsreserver kan bli. Systemet vil imidlertid måtte bryte sammen den dagen sentralbanken går tom for reserver, siden den da ikke lengre vil være i stand til å overholde sin forpliktelse om å selge valutakursen til en fast pris.

Det er også mulig å uttrykke definisjonssammenhengen for utenriksregnskapet som gjelder *internt* for landene som inngår i eurosonen. Ser vi her *kun* på de transaksjoner som skjer elektronisk, og derfor blir registrert i det elektroniske betalingssystemet TARGET, vil det gjelde for et enkelt land at

(3) $\Delta TR \equiv DR + KR$

ΔTR betegner endringer i TARGET-balansen til den nasjonale sentralbanken som inngår i eurosonen. Er nivået på TR positivt har den nasjonale sentralbanken en nettofordringsposisjon ovenfor ESB, er nivået negativt en nettogjeldsposisjon. Under dette systemet ser vi at et underskudd på utenriksregnskapet innad i eursonen gitt ved (DR+KR) motsvares av en tilsvarende reduksjon i TARGET-gjeldsnivået til den nasjonale sentralbanken gitt ved ΔTR. Vesentlig forskjellig fra et fastkursregime som vil måtte opphøre i det valutareservene er tømt, finnes det i ESB systemet ingen regler som setter noen skranker på hvor høyt gjeldsnivået på TARGET-balansen.

Fra en investors perspektiv så peker en del faktorer i retning av at fordringer på TARGET-balansen ikke akkurat vil stå så høyt i kurs. Disse elektroniske fordringene er riktignok rentebærende (lik ESBs rente på refinansieringslån), men som et utslag av det regelverket som gjelder står de uten formelle innløsningsmuligheter og er usikret. Dette poenget interessant. Vurdert opp mot Federal Reserve (FED) i USA er nemlig regelverket utformet slik at nettogjeld tilhørende de 12 regionale distriktssentralbankene automatisk blir sikret i form av gullsertifikater og ande lett omsettelige verdipapirer.

(Sinn og Wollmershauser 2012) forteller i sin artikkel at grunnen til at regelverket i eurosonen er forskjellig fra Federal Reserve trolig skyldes at de som satte opp systemet ikke hadde sett for seg at systemet kunne generere store ubalanser. Små ubalanser ble derimot vurdert som formålstjenelige,

siden det ville fungere som buffere mot kortvarige likviditetsproblemer som kunne oppstå mellom forretningsbankene.

Sett inn figur 3 omtrent her.

Som vi ser av figur 3 var store ubalanser i systemet heller ikke tilfelle forut for finanskrisen i USA fra 2007. Etter krisen utviklet det seg derimot store ubalanser i systemet. Av figuren går det fram at Tyskland ved Bundesbank har fordringer på sin TARGET-balanse i slutten av 2012 på 762 milliarder euro. Dette beløpet utgjør en stor andel av gjelden til PIIGS-landene, som i slutten av perioden har akkumulert gjeld på hele 977 milliarder euro. For å sette disse tallene i perspektiv, så er de offisielle hjelpepakkene som har blitt vedtatt demokratisk kommet opp i 386 milliarder. Tysklands fordringer i utgangen av 2012 viser dessuten seg å være omtrent like stort som nettoverskuddet de har på driftsbalansen innad i eurosonen fra 2008 og fram til i dag.

Regelverket til ESB for TARGET-systemet er slik at det ikke finnes formelle regler for å misligholde gjeld så lenge man er medlem i den monetære unionen. Men i det et land trer ut av systemet eller ved en totalkollaps, vil den nasjonale selvbestemmelsesretten i prinsippet gjør det mulig for de nasjonale sentralbankene å misligholde gjelden. Systemet er videre utformet slik at tapene ikke blir basert på fordringer på TARGET-balansen, men fordelt basert på eierandelene de nasjonale sentralbankene har i ESB systemet. Denne eierandelen er bestemt av folketallet og størrelsen på landenes økonomi.

(Sinn og Wollmershauser 2012) tolker ubalansene i TARGET-systemet som en konsekvens en klassisk betalingskrise knyttet til utenrikshandelen mellom land. Av den grunn mener de at det pengepolitiske Bretton Woods-systemet fungerer som en klargjørende parallell. La oss derfor nå se nærmere på drivkreftene bak utviklingen i dette pengepolitiske samarbeidet.

Bretton Woods-systemet som parallell

Bretton Woods-systemet var en internasjonal pengepolitisk avtale i etterkant av den andre verdenskrig mellom USA og mange av dens allierte. Avtalens hovedpunkter gikk ut på:

- USA forpliktet seg overfor de nasjonale sentralbankene i systemet til en fast innløsningskurs når det gjaldt verdien av dollar i mot gull.
- De andre landene skulle sørge for at deres valutakurser stod i et nært fast forhold (+/- 1 prosent) til dollaren.
- Det ble ikke lagt noen direkte restriksjoner på pengemengdeveksten til enkeltlandene.

Den første fasen av dette systemet (1945-1957) blir betegnet vanligvis som noenlunde vellykket. Fra 1958 og utover oppstod det derimot betydelige ubalanser i systemet. For å forstå årsaken til disse ubalansene trenger man kjenne til hvordan penger fra et land, tilfaller et annet lands sin økonomi. Figur 4 viser en kortfattet beskrivelse av en slik prosess.

Sett inn figur 4 omtrent her.

Det er her antatt at økonomiene til USA og Vest-Tyskland lar seg representere ved en husholdning, forretningsbanker og en nasjonal sentralbank (Federal Reserve [FED] for USA og Bundesbank for Vest-Tyskland). Tallene som inngår i balansene i figur 4 gir uttrykk for endringer. De er ment å illustrere gjennom en transaksjonskjede hvordan det er mulig for en husholdning i USA, som en følge av pengetrykking fra FED, importere varer og tjenester samt foreta kapitalinvesteringer i Vest-Tyskland.

Transaksjonskjeden starter ved at FED trykker opp penger tilsvarende et beløp på $100. Sentralbankens to hovedkanaler for å påvirke realøkonomien går gjennom tilbud av refinansieringskreditt til forretningsbankene og åpne markedsoperasjoner. I figur 4 tenker oss at som et resultat av åpne markedsoperasjoner får husholdningen tilført likvider på $25 basert på salg av egen beholdning av statsobligasjoner. Husholdningen får videre tilgang til et lån på $75 gjennom sin forretningsbank. Forretningsbanken på sin side finansierer dette lånet gjennom et refinansieringslån i sentralbanken. Etter disse transaksjonene står husholdningen igjen med en økning i likvide midler på 100$ som kan tilskrives økningen i basispengemengden til den nasjonale sentralbanken.

Den andelen av økningen i basispengemengden som benyttes i transaksjoner med et annet land er hva vi i denne artikkelen kaller *penger utenfor landets grenser*. I figur 4 antar vi at dette utgjør hele økningen, siden $100 går til transaksjoner med Vest-Tyskland. Konkret tenker vi oss at 75$ blir benyttet til kjøp av en båt. Det resterende beløpet på $25 går til direkte utenlandsinvesteringer (FDI), dvs. kjøp av eiendom.

Siden det er kostbart for økonomiske agenter å holde likvider (pga. tapte renteinntekter), vil både husholdningen og forretningsbanken i Vest-Tyskland i vårt eksempel ønske å kvitte seg med disse midlene. Dette skjer først ved at husholdningen benytter fastkursregimets innløsningsmulighet til å veksle dollar om til tyske mark til en innløsningskurs på ¼, for deretter å sette disse pengene inn på konto i sin forretningsbank. Forretningsbankene velger deretter å sette beløpet inn på sin reservekonto i Bundesbank. Avslutningsvis står derfor Bundesbank igjen med en økning i valutareservene som blir registrert på utenriksregnskapet slik det kommer til uttrykk i likning (2) i forrige avsnitt.

Prosessen med penger utenfor landets grenser kom etter hvert til å resultere i at hele Bretton Woods-systemet kollapset. Økningen i basispengemengden var nemlig mye sterkere i USA enn hva som gjaldt for de andre land som inngikk i sammarbeidet.. USA finansierte derfor i en lengre periode en stor

andel av sitt underskudd på driftsbalansen igjennom pengetrykking. Konsekvensen av denne politikken var at store dollarreserver akkumulerte seg opp i de andre landenes nasjonale sentralbanker. Reserver som sentralbankene i sluttoppgjøret enten kunne benytte til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner eller utnytte innløsningsmuligheten mot gull.

Det ble etter hvert åpenbart at de store dollarreservene ikke lengre kunne anses som troverdige fordringer på gull. Simpelthen fordi disse reservene var langt større i verdi enn USAs gjenstående gullreserver. President de Gaulle i Frankrike fremsatte derfor en trussel om å omgjøre de franske dollarreservene til gull. Som et tilsvar til dette valgte President Nixon 1971 å suspendere innløsningsmuligheten, og oppløste dermed i praksis hele Bretton Woods-systemet.

Forskjeller mellom Bretton Woods-systemet og euroområdet

Etter historien om Bretton Woods-systemet, er det plass å vurdere i hvilken grad eurosonen skiller seg fra dette samarbeidet. Som vesentlige punkter bør man i alle fall kunne nevne:

- Mellom landene i eurosonen er ”fastkursforholdet” 1:1.
- I dag skjer for det meste pengetransaksjoner elektronisk (dvs. man benytter TARGET-systemet, eller det nylige tekniske forbedrede TARGET 2-systemet).[3]
- Fordringer på TARGET balansen er uten formelle innløsningsmuligheter og er usikret.
- For gjeld og fordringer står systemet uten budsjettmessige skranker.
- ESB styret har utøvende makt til å endre basispengemengden.

De tre sist punktene kan vi dvele litt nærmere ved. At systemet er uten innløsningsmuligheter og budsjettmessige skranker betyr at systemet ikke automatisk bryter sammen dersom et land over lengre tid får finansiert deler av underskuddet på utenriksregnskapet igjennom en økning i basispengemengden. Når det gjelder det siste punktet, kan en merke seg ESB styret er bygd opp rundt nasjonal representasjon hvor hvert land har én stemme.

Penger utenfor landets grenser i TARGET-systemet

Legger vi til grunn de beskrevne forskjellene mellom de pengepolitiske systemene, kan prosessen med penger utenfor landets grenser også inntre i eurosonen, for eksempel slik det kommer til uttrykk i figur 5.

Sett inn figur 5 omtrent her.

[3] Denne omleggingen har ingen betydning for de resultater som blir diskutert i denne artikkelen.

De realøkonomiske transaksjonene i denne figuren er nøyaktig de samme som det som ble vist for Bretton Woods-systemet i figur 4. Landene er imidlertid endret til Hellas og Tyskland, og beløpene er i euro. Den vesentlige forskjellen mellom de to eksemplene kan vi finne i det siste leddet i transaksjonskjeden. Sluttoppgjøret mellom de nasjonale sentralbankene skjer i figur 4 gjennom den ESB. Betalingssystemet blir klarert ved at Bundesbank øker sine fordringer på TARGET-balansen på 100 euro, motsvart av en tilvarende økning i den greske nasjonalbankens sin gjeld TARGET-balansen. Som et resultat av denne klareringen vil basispengemengden for holde eurosystemet bli holdt uendret.

Den erklærte pengepolitikken til ESB går ut på at den skal lik for alle landene som inngår i eurosonen. Av den grunn kan man kanskje stusse litt over hvor realistisk eksemplet ovenfor er som viser at økningen i basispengemengden har sitt utgangspunkt i den greske økonomien. For å kunne forklare dette, la oss forenkle litt å legge til grunn at de nasjonale forretningsbankene har tilgang til finansiering igjennom kapitalmarkedet (dvs. obligasjons- og interbankmarkedet) og et ”kredittkort” utstedt av ESB. ”Kredittkortet” gir adgang til å skape elektroniske penger underlagt restriksjoner i form av refinansieringsrente, sikkerhetskrav og likviditetsskranker.

Antar vi så at forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader. Det vil bety at forretningsbankene vil velge å finansiere seg ved bruk av ”kredittkortet” til ESB dersom lånekostnadene her er lavere enn i kapitalmarkedet. I kapitalmarkedet vil finansieringskostnaden inneholde en risikopremie som typisk reflekterer investorenes vurdering av bankens soliditet. Anses den tyske forretningsbanken som mer solid enn den greske, vil den oppnå en lavere risikopremie. Vi kan dermed forestille oss en løsning hvor den greske forretningsbanken finansierer seg igjennom sin nasjonale sentralbank, mens den tyske forretningsbanken finansierer seg i det private kapitalmarkedet. Basert på denne løsningen kan vi derfor konkludere med at penger utenfor landets grenser kan som under Bretton Woods-systemet også oppstå i eurosonen.

Det er imidlertid ikke slik at penger utenfor landets grenser som vist i figur 5 trenger å være en følge av en initial økning i basispengemengden. En annen variant er at dette kan tilskrives endrede preferanser for hvilken forretningsbank husholdningen foretrekker å plassere sine innskudd.

Sett inn figur 6 omtrent her.

I figur 6 tenker vi oss at transaksjonskjeden starter først ved at husholdningen i Hellas endrer sine innskuddspreferanser. Som et resultat overføres 50 euro fra innskudd i den greske forretningsbanken over til den tyske. Dersom den greske forretningsbanken ikke møter denne endringen ved økt finansiering i kapitalmarkedet eller ved likvidering av deler av sin eiendelsside, vil den bli tvunget til å ta opp et refinansieringslån i den greske nasjonale sentralbanken på 50 euro dersom en skal opprettholde sitt kapitalnivå. Det gjør at mengden basispenger utstedt av den greske nasjonalbanken øker. Den tyske forretningsbanken mottar på sin side 50 euro igjennom det elektroniske

betalingssystemet TARGET som den velger å plassere på sin reservekonto i Bundesbank. Reservene blir så destruert ved at ESB klarerer systemet ved å øke TARGET-gjelden på den greske nasjonale sentralbanken motsvart av en øknings på Bundesbanks TARGET-fordringer. Basispengemengden for hele systemet forblir dermed uendret.

Mye av kritikken som har blitt reist mot (Sinn og Wollmershauser 2012) er at de i for stor grad har tolket ubalansene i TARGET-systemet som en konsekvens av PIIGS-landene har fått finansiert sine underskudd på driftsbalansen, og ikke tatt høyde for den slags kapitalflukt som her har blitt vist (se for eks. (Bindseil og Koenig 2011) og (De Grauwe og Ji 2012)). Den kritikken trenger imidlertid ikke å bety så mye når det gjelder for svakhetene ved de reglene som gjelder for TARGET-systemet. Her vil det være avgjørende få visshet i den bakenforliggende årsaken til de endrede innskuddspreferansene. Dersom den endringen ikke er knuttet opp mot husholdningens vurdering av forretningsbankenes soliditet, fungerer TARGET-systemet som en sentral som skaper buffere mot likviditetskrise mellom forretningsbankene. Skyldes derimot de endrede innskuddspreferanser en sviktende tillit forretningsbankenes soliditet er situasjonen en helt annen.

I figur 5 vil da TARGET-systemet ha overført risiko fra innskyteren og til de nasjonale sentralbankene. Den greske husholdningen vil som en følge av omplasseringen ha kvittet seg med sin risiko som de 50 euroene representere ovenfor den greske forretningsbanken, og overført dette til den tyske.[4] ESB respons ved å tilby refinansierinsgkreditt gjør at risikoen som den greske husholdningen var eksponert mot nå blir overført til den nasjonale greske sentralbanken.[5] Igjennom sluttopgjøret i TARGET-systemet får denne sin gjeld økt ovenfor Bundesbannk. Fordi TARGET-gjelden kan betraktes som en evigvarende utgiftsstrøm med utbetalinger lik ESBs rente på refinansieringslån, vil denne inntektsrømmen gå tapt for de resterende medlemmene av eurosonen dersom Hellas trekker seg ut og misligholder sin gjeld. Som en konsekvens av et slikt bortfall av seniorageinntekter, vil de gjenværende landenes offentlig finanser bli svekket. Vi snakker her altså om en regning som til slutt må bli tatt av de gjenværende lands skattebetalere.

TARGET-gjeld og markedspriser

Figur 4 og 5 viste oss at penger utenfor landets grenser, og dermed også ubalanser i TARGET-systemet, kan være forårsaket enten av sentralbankens pengepolitiske operasjoner, men også dens respons i forhold til kapitalflukt. Antar vi nå framover at dette utgjør de to hovedkildene til penger utenfor landets grenser, og videre når det gjelder kapitalflukt vil det kun være endringer som er forklart av investorens vurderinger om forretningsbankens soliditet som kan skape *vedvarende*

[4] I eurosonen finnes det i dag mellom landene ingen felles regler for innskuddsgarantier.
[5] Den politikken vil også kunne begunstig den greske forretningsbankens nåværende innskyter og obligasjonsholdere. Dette siden et tap hos banken nå også vil bli delt med den greske nasjonale sentralbanken.

ubalanser på TARGET-balansen. Da kan vi oppnå en klarer økonomisk tolkning av hvordan ESB pengepolitikk påvirker eursonen som økonomisk system.

La oss førte se på for TARGET-balansen til et lands nasjonal sentralbank på nivåform:

(4) $TR_{1,T} \equiv \Delta TR_1 + \Delta TR_2 + \ldots + \Delta TR_T \equiv (DR_1 + KR_1) + (DR_2 + KR_2) + \ldots + (DR_T + KR_T)$

1 betegner initial perioden og T siste måleperiode. Er T lang nok vil unormale endringer i nivået på TR knyttes til ESBs pengepolitikk og reflektere minst ett av de to forholdene som vi har lagt til grunn. Definisjon (4) forteller oss videre en slik økning i TARGET-gjelden må bidra til å finansiere fullt ut landets underskudd på utenriksregnskapet, enten igjennom økt underskudd på driftsbalansen eller økt nettokapitaleksport, eller en kombinasjon.

To spesialtilfeller

For å vise hvordan økt TARGET-gjeld påvirker markedsprisen er det enklest å ta utgangspunkt i to spesialtilfeller. I det første spesialtilfelle tilfelle antar vi at nettokapitalimporten for hele perioden summer seg til null. Uttrykket ovenfor kan derfor skrives som

(5) $TR_{1,T} = \Delta TR_1 + \Delta TR_2 + \ldots + \Delta TR_T = (DR_1 + DR_2 + \ldots + DR_T)$

Tolkningen av (5) er at en eventuell TARGET-gjeld i perioden har fullfinansiert landets negative driftsbalanse innad i eurosonen. Uten en slik TARGET-gjeld, dvs. $TR_{1,T} = 0$, ville driftsbalansen måtte ha vært i balanse. Standard markedsteori tilsier at en slik likevekt oppnås ved at realvalutakursen fungerer som en klareringsmekanisme. Det belyser et interessant poeng, siden en her får øye på den markedsregulerende mekanismen som gjelder for driftsbalansen mellom land. Men som vi ser vil en økning i TARGET-gjelden sette den mekanismen til side. Dette som en konsekvens av gjelden vil forhindre realvalutakursen fra å nå det nivået skaper balanse i driftsbalansen. Siden TARGET-systemet er uten skranker for gjeld og fordringer, vil en slik tilsidesettelse potensielt kunne skje over en lengre tidsperiode dersom pengepolitikken går inn for det.[6]

Det andre spesialtilfelle går ut på at driftsbalansen i hele perioden summer seg til null. Det gjør at vi kan skrive

(6) $TR_{1,T} = \Delta TR_1 + \Delta TR_2 + \ldots + \Delta TR_T = (KR_1 + KR_2 + \ldots + KR_T)$

[6] De selvregulerende mekanismene for driftsbalansen mellom land under et troverdig fastkursregime ble drøftet allerede av (Hume 1752) i hans essay "On the balance of Trade". Systemet som blir beskrevet omtales i dag som " The price- specie-flow mechanism". Penger har her innløsningsmuligheter mot gull, og landets gullreserver fungerer derfor som en skranke som regulerer hvor store underskuddene på driftsregnskapet kan bli.

Tolknngen av (6) er at TARGET-gjelden i perioden har medført en kapitalflukt siden den har fullfinansiert nettokapitaleksporten. Uten en slik TARGET-gjeld, dvs. $TR_{1,T} = 0$, ville nettokapitalflukten måtte vært null. Også her kan vi argumentere for at TARGET-gjelden påvirker markedsprisene. Denne gangen i finans- eller kapitalmarkedene. Grunnet manglende skranker i TARGET-systemet, vil en slik tilsidesettelse også her potensielt kunne skje over en lengre tidshorisont.

På bakgrunn av de egenskaper ved likevektsbetingelsene ovenfor konkluder (Sinn og Wollmershauser 2012) med at den eksplosive økningen i TARGET-gjelden for PIIGS landene muliggjort av ESBs kredittpolitikk *må ha forårsaket* enten en forverring av landenes konkurranseevne, som en konsekvens av finansieringen av underskuddet i driftsbalansen, eller en kapitalflukt igjennom finansieringen av nettokapitaleksporten, eller en kombinasjon av begge deler.

ESBs pengepolitikk og TARGET-balansen til PIIGS-landene

Utviklingen til TARGET-gjelden for PIGS-landene (Italia er utelatt) fra utgangen av 2007 og fram til slutten av 2012 er vist i figur 7. I starten av 2007 er nivået på driftsbalansen endret slik at den er satt nøyaktig lik nivået på TARGET-gjelden. Det gir oss muligheten til å observere (i perioden etter finanskrisen) i hvilken grad TARGET-gjelden og nettokapitalimporten har bidratt til å finansiere underskuddet på driftsbalansen i perioden.

Sett inn figur 7 omtrent her.

I perioden fra 2007 til 2009 ser vi at PIGS-landene finansierte sine underskudd på driftsbalansen gjennom en kombinasjon av økt TARGET gjeld og netto kapitalimport. Det er mulig å regne ut at 52 prosent av økningen i driftsbalansen er finansiert gjennom TARGET-gjeld, resten gjennom økt kapitalimport. I perioden etterpå ser vi at underskuddet på driftsbalansen fortsetter å øke helt fram til 2012. I perioden 2009-2012 tiltar kapitalflukten sterkt, noe som innebærer at en stadig større andel av driftsbalansen kan tilskrives en økning i TARGET-gjelden. For slutten av 2012 har økningen i TARGET-gjelden fullfinansiert underskuddet på driftsbalansen kombinert med en kapitalflukt på om lag 2000 milliarder euro.

Den nærmest eksplosive økningen TARGET-gjelden kan knyttes opp til ESBs liberale kredittpolitikk. I perioden fra oktober 2008 til mai 2009 ble rentenivået på refinasieringskreditt redusert fra 4,25 prosent til 1 prosent. I tillegg opphørte ESBs likviditetsskranker for lån fra de nasjonale sentralbankene å binde, ettersom man tilbød de kriserammede landene ubegrenset kreditt gitt at forretningsbankene kunne stille med tilstrekkelig sikkerhet. Kravet til sikkerhet ble også redusert, og gikk i perioden 24-25 oktober i 2008 fra en rating på formuesobjekter på A- til BBB-. En ytterligere reduksjon i kravene kom i form av kriselikviditetsprogrammene sommeren 2010 som innbar at Hellas,

Ireland og Portugal ble tilbudt kriselikviditet (ELA lån) uten sikkerhet. Nylig har også de verdipapirene som anses som panteobjekter blitt utvidet til også gjelde ABS-obligasjoner (Asset backed securites) og selskapskreditt.

Figur 8 bryter forrige figur ned på enkeltlandsnivå og inkluderer dessuten Italia.

Sett inn figur 8 omtrent her.

Fra figuren kan vi se at Portugal, Hellas og til en viss grad Spania har noenlunde samme utvikling som i figuren som omhandlet alle PIGS-landene. For perioden har økningen i TARGET-gjelden fullfinansiert den negative utviklingen i landenes driftsbalanse innad eurosonen.

I lys av likevektsbetingelsen som ble vist i forrige avsnitt under første spesialtilfelle, er det mulig å tolke disse tollene som at ESBs pengepolitikk for perioden har utsatt den nødvendige depresieringen av disse landenes realvalutakurs. (Sinn og Wollmershauser 2012) forteller i sin artikkel at, med unntak av Irland, har alle PIIGS-landene hatt en svak men positiv utvikling i BNP-deflatoren. For Irland viser deflatoren i perioden 2007-2011 derimot en nedgang på 13 prosent. Det kan forklares med at ESBs liberale kredittpolitikk startet sent sett i forhold til krisen i Irland. Man kan derfor hevde at selvregulerende for driftsbalansen i mindre grad ble satt til side for akkurat dette landet.

Ser vi så på nettokapitaleksporten, viser figur 8 at den er spesielt sterk i Italia, Irland og Spania. Fra 2010 til utgangen av 2012 har kapitalflukten virkelig tatt av når det gjelder Italia og Spania. I slutten av perioden har disse landene en nettokapitaleksport på henholdsvis 107 og 162 milliarder euro. Denne nærmest eksplosive økningen kan trolig knyttes opp mot frykten investorer har for at det skal oppstå en soliditetskrise i finansnæringen i disse landene; med den mulige konsekvens at den pengepolitiske union bryter sammen.

I lys av likevektsbetingelsen som ble vist i forrige avsnitt under andre spesialtilfelle, er det mulig å tolke disse tallene som at det er ESBs liberale kredittpolitikk har forårsaket en nettokapitalflukt fra disse landene. En økonomisk tolkning kan være at billig refinansieringskreditt fra de nasjonale sentralbankene har utkonkurrert privat kapital. Dette som en følge av at investors krav til rente og risikopremie har vært satt langt høyere enn hva ESB har satt som krav for lån fra de nasjonale sentralbankene. Denne politikken har videre forhindret bankene fra å likvidere deler av eiendelssiden på sin balanse. Prisene på formuesobjekter holdes derfor på et kunstig nivå, noe som også bidrar til å holde kapital bort fra disse landene.

Tre alternativer for å forhindre større ubalanser på TARGET-balansen

Vi legger her til grunn at (1) de kriserammede landene fikk et for høyt pris-og lønnsnivå som en følge av den kredittdrevne ekspansjonen etter innføringen av euroen og (2) vurderingen som ble gjort under avsnittet om TARGET-gjeld og markedspriser. Fra dette kan man konkludere med at ESBs pengepolitikk etter finanskrisen i USA har virket nærmest som et inntak av smertestillende tabletter. Politikken har kjøpt tid og døyvet smerten, men har kun usatt det grunnleggende problemet med det å få til en nødvendig forbedring av landenes konkurranseevne igjennom en relativ depresiering av realvalutakursen.

Siden TARGET-systemet er uten skranker på fordringer og gjeld, kan i teorien denne politikken fortsette, og som en konsekvens vil TARGET-gjeldene for de kriserammede landene fortsette å øke. Følgelig vil problemet med landenes for sterke realvalutakurs stå uløste også framover. Grunnet manglende innløsningsmuligheter og sikkerhet for TARGET-fordringene, bør man likevel kunne forvente økende politiske krav til endringer dersom ubalansene fortsetter å øke. Avslutningsvis er det derfor på plass å se nærmere hvordan man kan forhindre større ubalanser i TARGET-systemet, og vurdere hvordan disse vil påvirke eurosonen som økonomisk system.

Alternativ 1: Tilbake til markedene

De første alternativer går utpå å bremse opp prosessen med penger utenfor landets grenser for de landene som har store underskudd på TARGET-balansen. Som vist i figur 4 og 5 er disse pengene en konsekvens av økningen i basispengemengden fra de nasjonale sentralbankene. Denne økningen i pengemengden kan kontrolleres gjennom de krav som gjelder for refinansieringskreditt til forretningsbankene. Ved å øke refinansieringsrenten og stramme til kravet som gjelder for sikkerhet vil det private kapitalmarkedet til slutt ende opp med å bli den kostnadsbesparende formen for forretningsbankenes finansiering.

Ved kapitalmarkedsfinansiering vil utlånsrenten til forretningsbankene avhenge av risikopremien i kapitalmarkedet. En premie som vil variere i takt med investorenes oppfatninger om bankenes soliditet. En konsekvens av denne politikken vil derfor måtte bli at de kriserammede landene vil oppleve en kredittkontraksjon, siden økte finansieringskostnader vil føre til at det i sterkere grad kun er låneprosjekter med høy lønnsomhetsprofil som blir realisert. På en annen side vil ubalansene i TARGET-systemet delvis bli rettet opp. Dette fordi økte renter vil trekke kapital tilbake, og en kontraksjon i kreditt vil føre til lavere priser og dermed styrke landenes konkurranseevne med tilhørende bedring i driftsbalansen.

For de mest kriseutsatte PIIGS-landene er det vanskelig å se for seg at denne politikken ikke også skulle føre med seg en sterk grad av finansiell ustabilitet. Dermed vil problemer med finansiering av

statsgjeld og bankkonkurser som TARGET-systemet sammen med ESBs pengepolitikk har holdt nede flyte til overflaten igjen. Men dette er uansett problemer som må løses. Under dette alternativet blir de politiske myndighetene tvunget til å løse problemene med en gang, framfor å fortsette den nåværende politikken med å kjøpe seg tid på bekostning av større ubalanser. Man kan også hevde at en slik deflasjonspolitikk i sterkere grad virkeliggjør de reelle kostandene for de kriserammede landene ved å foreta omstillinger innenfor den monetære unionen.

Alternativ 2: Penger utenfor landets grenser i revers

Dersom deflasjonspolitikken under det første alternativet vurderes som for hard, kan prosessen mildnes noe ved at pengepolitikken til ESB samtidig forsøker å skape en økning i basispengemengden tilhørende de landene som har opparbeidet seg fordringer på TARGET-balansen. For at denne politikken skal være praktisk gjennomførbar må restriksjonene som gjelder refinansieringskreditt være diskriminerende på en sånn måte at det er de mer solide forretningsbankene i Nord-Europa som søker finansieringen i de nasjonale forretningsbankene. Dette bør kun gjøres ved at man setter en svært lav refinansieringsrente (dvs. nær null), høyt krav til sikkerhet og vide likviditetsskranker: Vi ender da med en situasjon hvor det er de mest solide bankene som finansierer seg i sin nasjonale sentralbank

Utfallet av en slik politikk vil trolig bidra til økt pengemengdevekst for de landene som i dag har TARGET-fordringer. Den andelen av disse pengene som blir benyttet på hjemmebane vil på sikt måtte drive opp pris- og lønnsnivået. Det vil gi et bidrag til å forbedre dagens problem knyttet til konkurransesituasjonen mellom landene som inngår i eurosonen. For den andelen basispenger som blir benyttet utenfor landets grenser, vil effektene være på linje med de resultater som har blitt diskutert tidligere, men hvor prosessen reversers. Dermed har det blitt redegjort for en politikk hvor ESB selv bidrar aktivt til å redusere de ubalansene som man gjennom sin pengepolitikk selv har påført TARGET-systemet.

Man bør også merke seg at denne formen for politikk representerer en form for Keynesiansk etterspørselspolitikk hvor positive multiplikatoreffekter vil kunne oppstå. Vurder i forhold til den diskusjonen om etterspørselsstimulans som mediene hyppig rapporter om, er dette forslaget imidlertid mer konkret: Etterspørselsimpulsene tilfaller de kriserammede landene i form av impulser til eksportsektoren for varer og tjenester. Dette er i tråd med hvor disse landenes innsatsfaktorer på lang sikt bør flyttes.

Dersom det skulle oppstå en erkjennelse av nødvendigheten av en slik politikk, kan man spørre seg om den i hele tatt er praktisk gjennomførbart. En slik politikk kan tolkes som at ESB tar nasjonale hensyn i sin rentesetting betinget på ubalansene i TARGET-systemet. En balanse som forøvrig ESB selv ikke hadde rapporteringsrutiner for før Sinn brakte sine tall på banen. Politikken kan også bli vanskeliggjort av at de landene som i dag har netto TARGET-gjeld har flertall i styret. Riktignok skal ikke nasjonale

representanter ta nasjonale hensyn i sin stemmegivning, men erfaringene til nå tyder på at dette ikke er tilfelle.

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

I det siste alternativet samles alle tiltakene som innebærer en intervensjon eller en gradvis nedbygging av de frie kapitalbevegelsene mellom landene i eursonen. Dette inkluderer derfor igangsatte programmer som ESM (European Stability Mechanism), som er overnasjonalt organ som skal gi kriselån til banker som har finansielle vanskeligheter. Videre har vi OMT (Outright monetary transaction) programmet til ESB som gjennom endring av sentralbankens eiendelsside har som mål å få ned rentespreaden mellom landenes statsobligasjoner. Men også planlagte programmer som dannelsen av en europeisk bankunion med overføringsmekanismer og innføring av euro-obligasjoner for finansiering av statsgjeld lar seg inkludere.

Om enn svært forskjellig i karakter, så har alle disse tiltakene som fellesnevner at de sørger for reprising av risikopremien som gjelder i kapitalmarkedet; enten for finanssektoren eller statlig finansiering. Populariteten som spesielt mange av politikerne i EU-systemet har vist ovenfor mange av disse forslagene, synes å være basert på en overbevisning om at de føre til en betydelig reduksjon i gjeldskostnadene for de kriserammede landene med tilhørende forbedring av statlige finansier og soliditet i finansnæringen. Dermed oppstår muligheten for å komme seg ut av de siste årenes gjeldsspiral, og forhåpentligvis over i en ny bane med en bærekraftig økonomisk utvikling. Med en slik utvikling vil landene bli mindre avhengig av den form for finansiering som i dag foregår gjennom TARGET-systemet, og ubalansene vil derfor kunne bremse opp.

I disse tiltakene ligger det imidlertid også en innebygd antagelse om det private kapitalmarkedets sviktende evne til å allokere kapital på en effektiv måte. Har det private markedet gode allokeringsegenskaper, er det risikopremien som utgjør den nødvendige mekanismen når det gjelder å fordele kapitalen til de områder av økonomien hvor det kaster mest av seg. En full innføring av dette alternativet innebærer derimot at man i stor grad har opphevet denne mekanismen, og erstattet den med overnasjonale organ. Dersom disse organene ikke gjør en bedre jobb enn markedet, er det realøkonomiske bidraget bak dette alternativet at vekstevnen i eurosonen blir svekket og at man, i tillegg til det eksisterende TARGET-systemet, har etablert nok en mekanisme for overføring av resurser mellom landene i eurosonen.

Bibliography

Bindseil, U., og P.J. Koenig. «The economics of TARGET2 balances.» SFB 649 discussion paper, 2011.

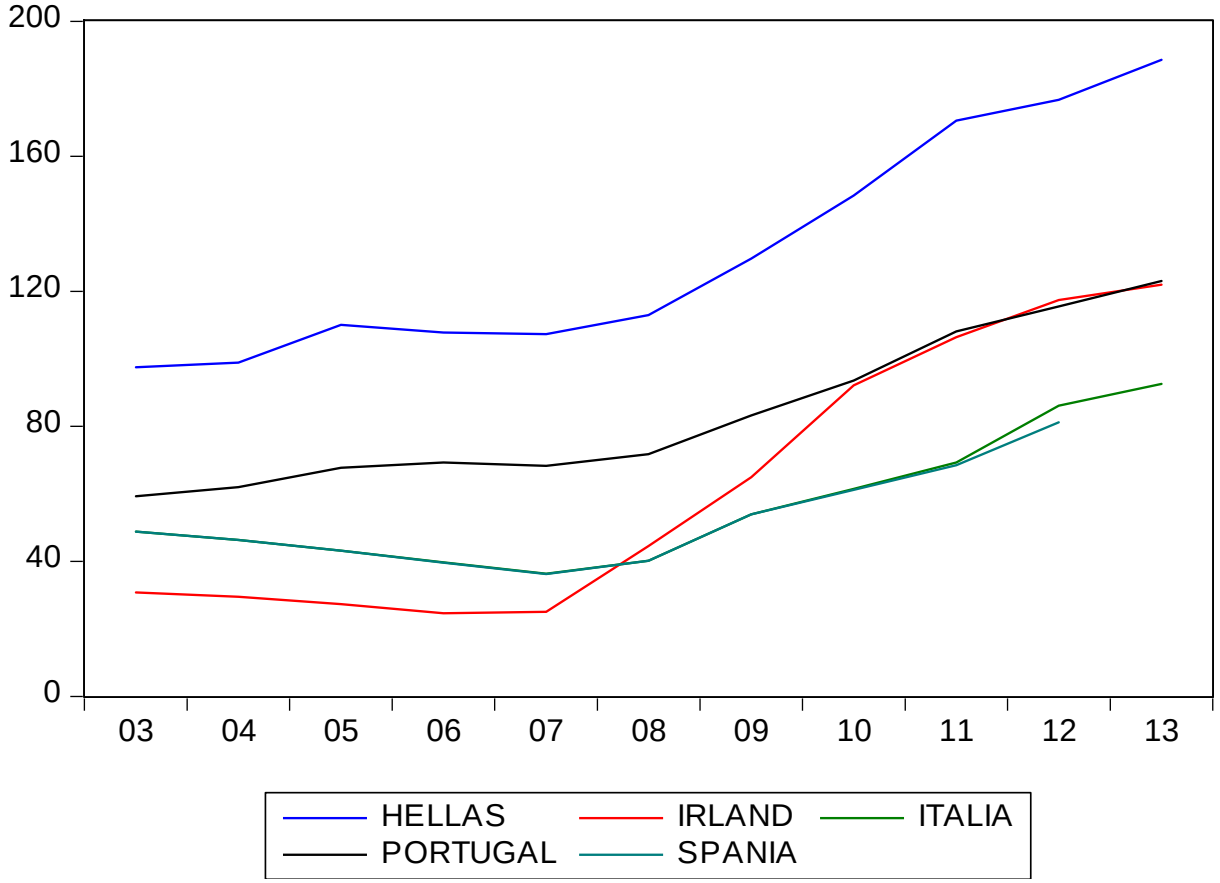
De Grauwe, P., og Y. Ji. «What Germany Should Fear Most is Its Own Fear: An Analysis of Target2 and Current Account Imbalances.» CEPS Working Documents, 2012.

Hume, David. *Political discourses.* Edinburgh: A. Kincaid & A. Donaldson, 1752.

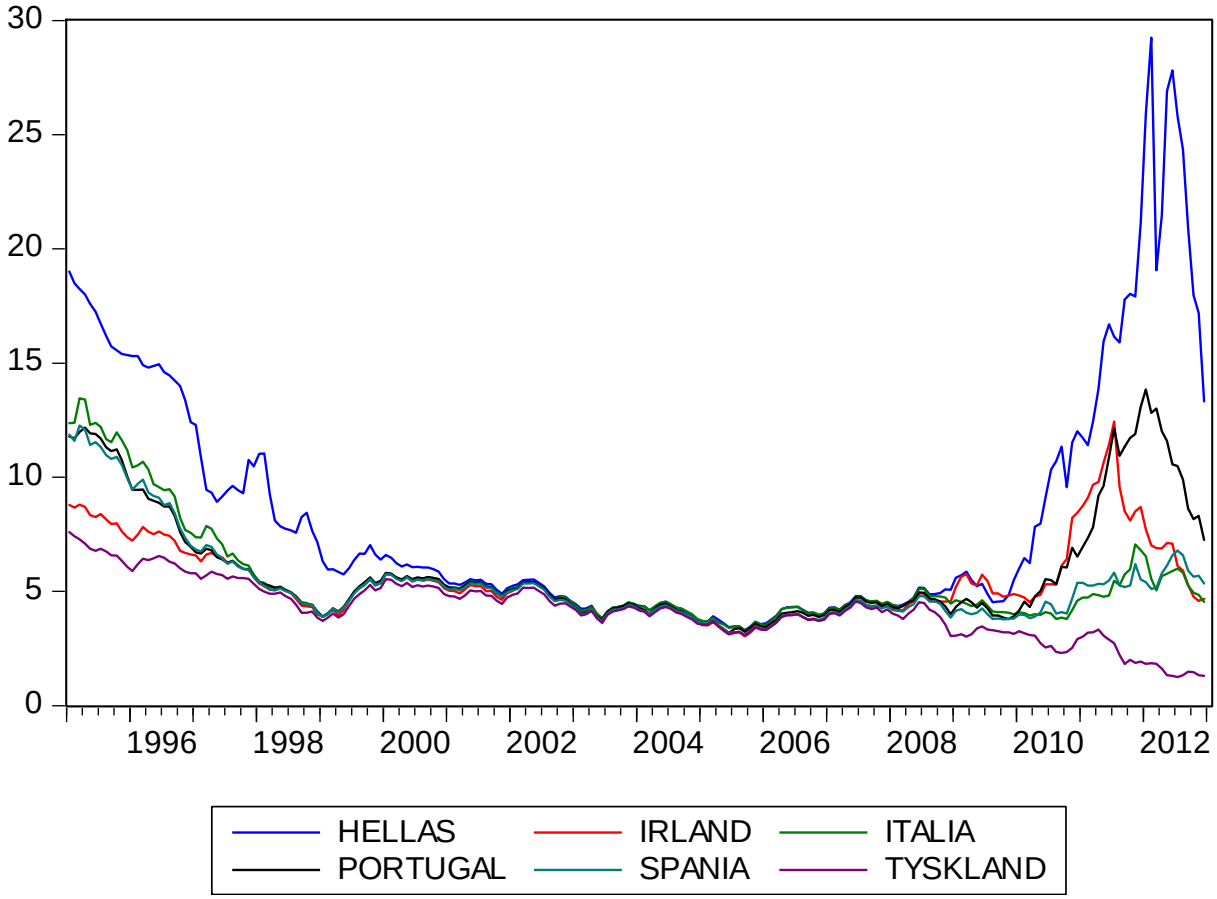
Peeters, M., og A. Reijer. *On wage formation, wage flexibility and wage coordination: A focus on the wage impact of productivity in Germany, Greece, Ireland, Portugal, Spain and the United States.* Centre for Economic Policy Research, 2011.

Sinn, Hans-Werner, og Timo Wollmershauser. «Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility.» *International Tax and Public Finance*, 2012: 1-41.

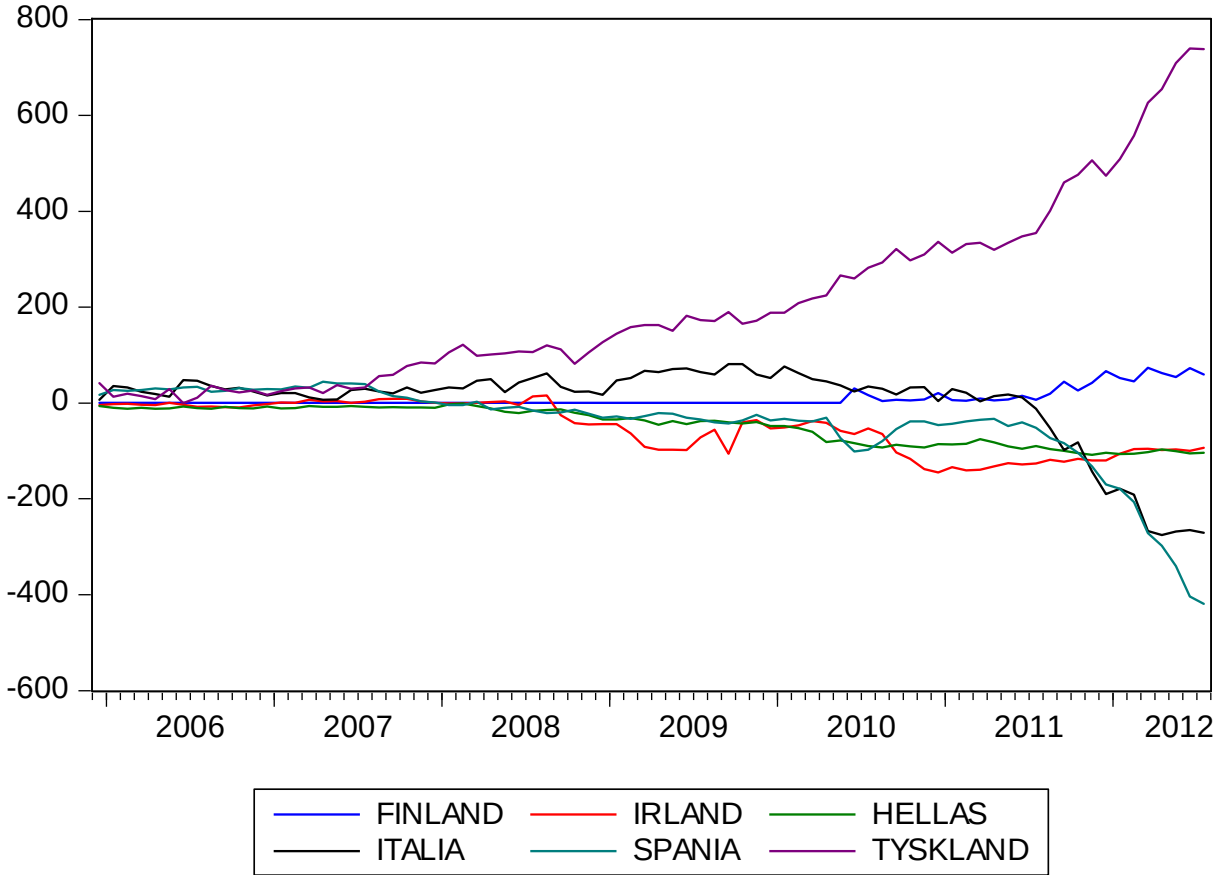
Figur 1: Offentlig gjeld som prosent av BNP. Kilde: Eurostat.



Figur 2: Lange renter på statsobligasjoner med 10-års løpetid. Kilde: Eurostat.



Figur 3: Fordringer (+) og gjeld (-) på TARGET-balansen. Kilde: Datastream, basert på **(Sinn og Wollmershauser 2012)**



Figur 4: Penger utenfor landets grenser under Bretton Woods-systemet. Forårsaket her av en økning i basispenger.

Initialt: Basispengemengdevekst

Vekslingskurs: 1/4

USA (Dollar)

Husholdning

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Båt	75	75	Banklån
FDI	25	25	Egenkapital

Forretningsbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Kreditt Hush.	75	75	Ref. kreditt

Nasjonal sentralbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Bank lån	75	100	Basispenger
Obligasjoner	25		

Vest Tyskland (Tyske mark)

Husholdning

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Bankkinskud	400	400	Egenkapital

Forretningsbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Reserver	400	400	Innskudd

Nasjonal sentralbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Res. Dollar	400	400	Bank.Res.

FED (sluttoppgjør)

Endringer i reserver i form av gull og statsobligasjoner

Utenriksregnskapet for USA (motsatt for Vest Tyskland)

RES=-100=DR+KR=(-75-25)

Merk: Tallene betyr endringer i balansene

Figur 5: Penger utenfor landets grenser i eursonen. Forårsaket her av en økning i basispengemengden.

Initialt: Basispengemengdevekst

"Vekslingskurs" 1:1

Hellas (Euro)

Husholdning

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Båt	75	75	Banklån
Utl.investering	25	25	Egenkapital

Forretningsbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Kreditt Hush.	75	75	Ref. kreditt

Nasjonal sentralbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Bank lån	75	100	Basispenger
Obligasjoner	25		

Tyskland (Euro)

Husholdning

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Bankkinsku	100	100	Egenkapial

Forretningsbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Reserver	100	100	Innskudd

Nasjonal sentralbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital	
Res.Euro	100	100	Bank.Res.

ESB (sluttoppgjør)

Endring i TARGET-gjeld og fordringer

Utenriksregnskapet for Hellas (motsatt for Tyskland)

TR=100=-(DR+KA)=-(-75-25)

Merk: Tallene betyr endringer i balansene

Figur 6: Penger utenfor landets grenser i eursonen. Forårsaket her av endrede innskuddspreferanser.

Inititalt: Endrede likviditetspreferanser

"Vekslingskurs" 1/1

Hellas (Euro)

Husholdning

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital
Bank Hellas	-50	
Bank Tyskland	50	

Forretningsbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital
		50 Ref. kreditt
		-50 Inskudd

Nasjonal sentralbank

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital
Bank lån	50	50 Basispenger

Tyskland (Euro)

Husholdning

	Eiendeler	Gjeld&Egenkapital

Forretningsbank

		Gjeld&Egenkapital	
Reserver	50	50	Inskudd

Nasjonal sentralbank

		Gjeld&Egenkapital	
Res.Euro	50	50	Bank. Dep.

ESB (sluttoppgjør)

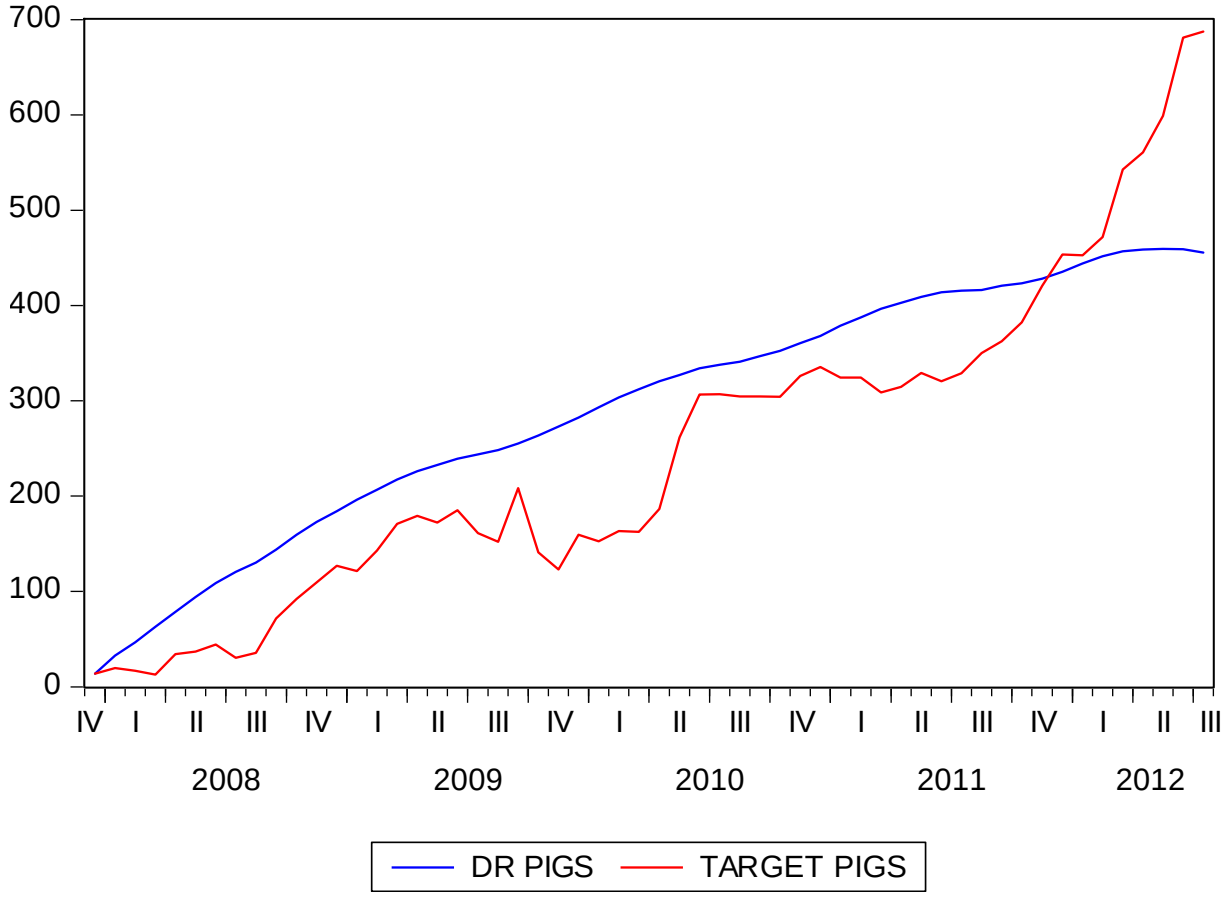
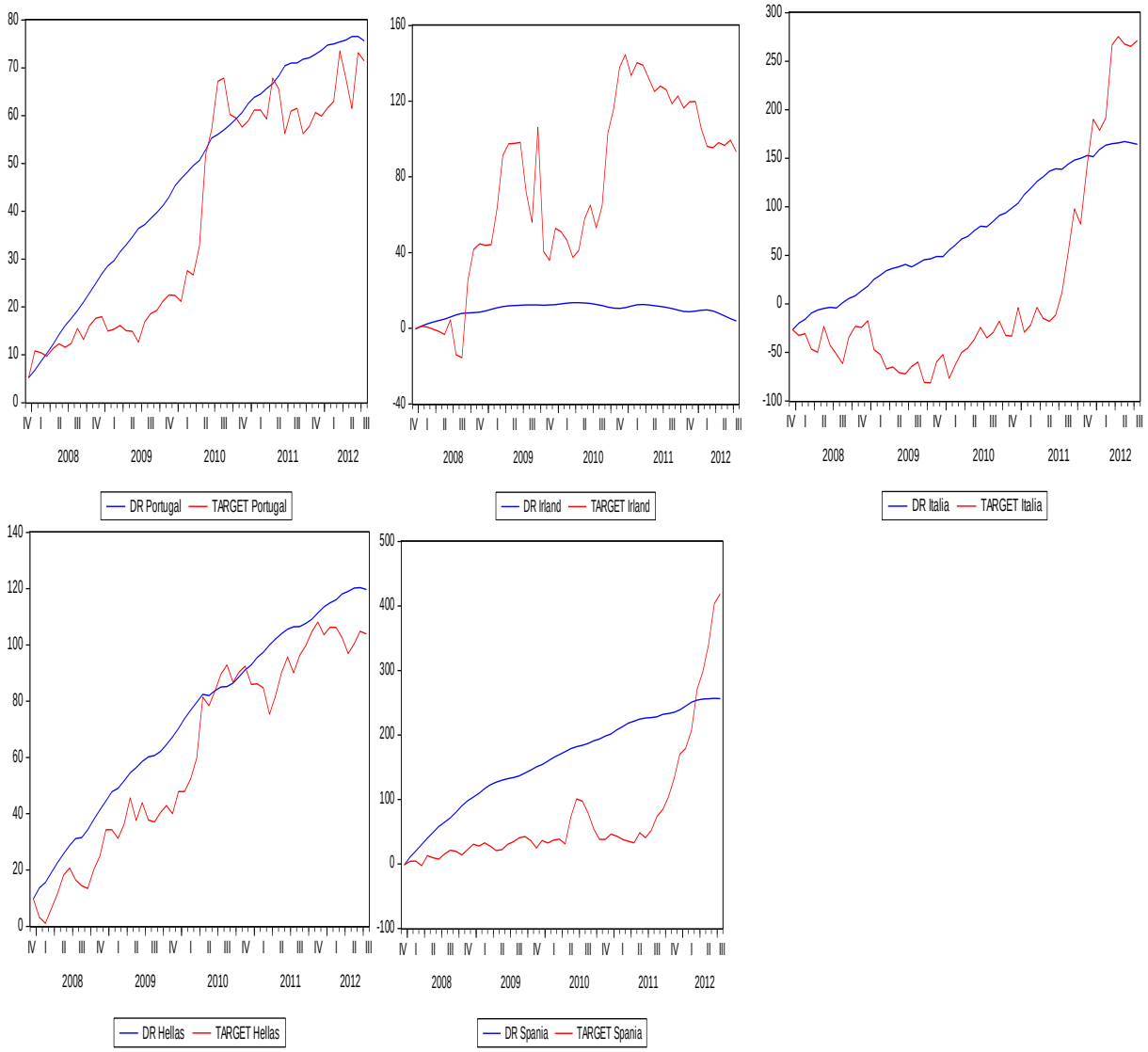
Endring i TARGET-gjeld og fordringer

Utenriksregnskapet for Hellas (motsatt for Tyskland)

TR=50=-(DR+KA)=-(0-50)

Merk: Tallene betyr endringer i balansene

Figur 7: Utviklingen i Target-gjelden og driftsbalansen for PIGS-landene totalt. Beløpene er i milliarder av euro . Kilde: Datastream, basert på **(Sinn og Wollmershauser 2012)**



Figur 8: Utviklingen i Target gjelden og driftsbalansen for Portugal, Ireland, Hellas, Spania og Italia enkeltvis. Beløpene er i milliarder av euro . Kilde: Datastream, basert på **(Sinn og Wollmershauser 2012)**