

Eurosonens Target-database: en tsunami av gjeld?

Politikere og finansfolk i EU synes mest å bli forvirret av hele problemstillingen, men blant Tysklands ledende fagøkonomer har Hans-Werner Sinns arbeid med å fortolke de økonomiske konsekvensene av eurosonens Target-database tilhørt årets mest debatterte stridstemaer.

TARGET (trans national automatized gross settlement express transfer)

betegner den elektroniske betalingssentralen som benyttes mellom forretningsbanker, de nasjonale sentralbankene og den europeiske sentralbanken (ESB).

Denne sentralen benytter et annet sett av regler når det gjelder oppgjør i eurosonen enn for eksempel hva Federal Reserve benytter for USA. Sinn hevder at konsekvensene av disse fra politiske hold (iallfall for Tyskland) neppe gjennomtenkte forskjellene har vært enorme. Ifølge Sinn så er en utilsiktet effekt at de kriserammede såkalte PIIGS landene (Hellas, Irland, Portugal, Spania og Italia) siden finanskrisen i 2007 har kunnet fullfinansiere sine underskudd på handelsbalansen igjennom en elektronisk pengemengdevekst fra sin nasjonale sentralbanker.

Spesielt for Tyskland kan denne pengemengdeveksten ha store konsekvenser. Ifølge beregninger fra Hans-Werner Sinn og Timo Wollmershäuser så har landet opparbeidet seg fordringer på Target-balansen nå på til sammen 952 milliarder euro. Til sammenlikning så er det samlede beløpet som er gitt som hjelpepakker til de kriserammede euro landene på 386 milliarder. Beløpene i Target-balansen representerer for det meste utlegg til PIIGS landene i bytte mot rentbærende fordringer uten sikkerhet eller innløsningskrav. Ubalansen er et resultat av ESBs egne beslutninger og derfor, i motsetning hjelpepakkene, ikke vært gjenstand for demokratisk debatt.

Bretton Woods som parallell

Det er en utfordring å gi en intuitiv og kortfattet analyse av hvordan disse ubalansene kunne oppstå, ikke minst siden den viser seg å være vanskelig å forstå for politikere og økonomer som er berørt av fagfeltet. Men ifølge Sinn så er Bretton Woods-systemet velegnet som en parallell. Dette var en internasjonal avtale mellom USA og mange av dens allierte etter andre verdenskrig. Avtalen gikk kort sagt utpå at USA forpliktet seg til et innløsningsmulighet når det gjaldt verdien av dollar i forhold til gull, mens de andre landene skulle sørge for at sin valutakurser stod i et nært fast forhold (+, - 1 prosent) til dollaren. Det ble ikke lagt noen direkte restriksjoner på pengemengdeveksten i enkeltlandene.

Den første fasen av systemet betegnes som noenlunde vellykket. Fra 1958 og framover oppstod det imidlertid betydelige ubalanser. USA økte i denne perioden pengemengden og finansierte slik store deler av USAs handelsunderskudd. De andre landenes eksportbedrifter ble derfor tilført en stor mengde dollar som de vekslet om til egen valuta til fast kurs i de nasjonale sentralbankene. Sentralbankene bygde slik opp etterhvert store reserver i dollar.

Det ble etterhvert åpenbart at disse reservene ikke lenger kunne anses som troverdige fordringer på gull. Simpelthen fordi de akkumulerte dollarreservene var langt større enn USA gullreserver. Frankrikes daværende president de Gaulle fremsatte etter hvert en trussel om å omgjøre de

franske dollarreservene til gull. President Nixon svarte i 1971 å suspendere innløsningsmuligheten mellom dollar og gull og dermed i prinsippet oppløse Bretton Woods-systemet.

Ubalanser i ESBs betalingssystem

Tilsvarende som under Bretton Woods-systemet, så vil også de landene som inngår i eurosone kunne opparbeide seg fordringer eller gjeld på hverandre. De fleste pengetransaksjoner skjer elektronisk og blir registrert i eurosone Target database. Sinn gir uttrykk for at da ESB tok i bruk dette systemet, så kan de ikke sett for seg muligheten for at det skulle ville oppstå store ubalanser. Faktisk etablerte ESB ikke engang egne rutiner for å kunne beregne disse postene. Tall som Sinn selv har beregnet viser sterkt økende ubalanser fra 2007 og fram til i dag.

Som Bretton-Woods samarbeidet illustrerer, så er det ikke i utgangspunktet et problem at et land opparbeider seg fordringer på et annet land. Problemet oppstår først idet man ikke kan stille full sikkerhet bak innløsningsverdien som gjelder for fordringen. Det er nettopp her reglerverket som ESB benytter for sin betalingssentral avviker fra Federal Reserve. For sistnevnte så må gjeld etter kort tid sikres av de regionale sentralbankene i form av omsettlige verdipapirer. I Target balansen for eurosone genereres derimot gjeld som rentebærende objekter uten sikkerhet eller innløsningsmuligheter.

Virkningen på euroen

Det er i hvert fall to måter hvor de ikke eksisterende kravende til å sikre gjeld på Target balansen kan påvirke euroens utvikling. For det første bør man forvente at politikere som representerer de land som opparbeider seg usikrede fordringer føler et ubehag når fordringene vokser til slike enorme beløp som det nå er snakk om (og særlig mot land med tvilsom betalingsevne). Etterhvert må dette føre til et krav om politiske endringer. For det andre så gir utviklingen i eurosone en pekepinn på at dagens regelverk for oppgjør gjør at markedskononomiens selvregulerende mekanisme blir satt ut av spill.

Utviklingen i Hellas siden 2007 kan være en illustrasjon på dette (samme ønster gjelder også for mange av de andre PIIGS-landene): Greske forretningsbanker henvendte seg etter sammenbruddet i interbankmarkedet til sin nasjonale sentralbank i eurosystemet for finansiering. ESBs etterhvert ikke eksisterende krav til sikkerhet og lavt rentenivå gjorde at disse forretningsbankene kunne sikre seg billig finansiering. Deretter ble disse pengene lånt ut igjen. Kreditt ekspansjon ga så en impuls til stigende priser, svekket konkurranseevne med muligens økende ledighet og tilhørende svekkelse av offentlige finanser, samt et vedvarende underskudd på handelsbalansen. Utviklingen er motsatt av hva en selvregulerende markedskononomi skulle tilsi.

Veien videre?

Man kan lett etter å ha fulgt Sinns analyser få det inntrykket at dagens TARGET system gjør eurosone som økonomisk system iboende ustabilt og derfor skapt en tsunami av usikret gjeld.

Ifølge Sinn så ligger den eneste levedyktige løsningen for eurosonen at de nasjonale sentralbankene gradvis sikrer gjelden med omsettlige verdipapier. Man kan imidlertid enkelt forestille seg at en for streng og rask innføring av denne politikken vil gjøre at PIIGS-landene vil tenke som Nixon i 1971, nemlig ønske å oppheve hele det pengepolitiske samarbeidet.