

Vurdering av manuskriptet «ESBs TARGET-system: En tsunami av usikret gjeld?»

Halvorsen tar for seg TARGET-systemet og viser hvordan designen av dette elektroniske betalingssystemet, i forfatterens øyne, fører til ubalanser i utenrikshandelen mellom ØMU-landene og tilsidesettelse av markedskrefter som priser finansiell risiko. I sin fremstilling og argumentasjon legger han seg i stor grad på det TARGET-kritiske perspektivet til Hans-Werner Sinn og Timo Wollmershaeuser, som han også referer til. Det er imidlertid viktig å være klar over at analysene Sinn og Wollmershaeuser er svært kontroversielle, og flere toneangivende økonomer har vært sterkt kritiske til deres arbeider. Dette er min hovedinnvending mot artikkelen i sin nåværende form – at det fremstår veldig **ensidig og lite nyansert**. Dersom formatet var mer som et «leserinnelegg» kunne dette kanskje vært ok, men en lengre artikkel som går forholdsvis i dybden og som leses av mange ikke-eksperter, deriblant studenter, bør være mer nyansert og drøftende. Referanselista burde vært lenger, og i det minste burde den inneholdt paperet til Karl Whelan (2012)¹ som går grundig og kritisk gjennom Sinn og Wollmershaeuser's analyser og påstander. Svært mye av kritikken fra Whelan rammer også Halvorsens artikkel, og det kunne vært interessant for leseren å vite hvordan Halvorsen imøtegår Whelan's kritikk.

Personlig er jeg av den oppfatning av Halvorsen, i likhet med Sinn og Wollmershaeuser, gir TARGET skylden for noe som egentlig er et underliggende problem for en pengeunion med til dels svært heterogene medlemmer. I 2008 hadde ECB valget mellom finansiell ustabilitet i GIPS-landene eller å åpne opp for at bankene i disse landene fikk tilgang til finansiering gjennom TARGET. Noe av ubalansene som Halvorsen går gjennom skyldes at eurosonens statutter pålegger at alle medlemslandene skal behandles likt. Noe annen ville også trolig vært politisk umulig. Opprettelsen av TARGET kan sees på som en respons på at markedet ikke har vært effektivt. Slikt sett er tilsidesettelsen av markedskreftene tilsiktet. At store ubalanser har oppstått er imidlertid udiskuterbart, og det er nok mange «political economy»-årsaker til dette, som til slutt bunner ut i utfordringene med en pengeunion.

Konkrete merknader:

- Side 3: «...de kriserammede PIIGS-landene i dag lider av et altfor høyt pris og lønnsnivå...». I Hellas er i dag minstelønning på 600 euro hver måned, lønningene til offentlig ansatte er halvert – så Halvorsen burde i det minste ha pekt på at en god del er utrettet, selv om han skulle mene at det fortsatt er for høyt. Justeringene som er gjort i GIPS-landene omtales ikke i avsnittet jeg siterer fra.
- Side 3: «Hovedbudskapet i denne artikkelen.....er at EU-systemet og ESBs vektlegging på finansiell stabilitet og forhindre investorer i ta tap og la verden gå videre, effektivt har opphevet markedøkonomiens selvdisiplinerende mekanismer». Halvorsen har nok rett i at investorer burde tatt mer tap under finanskrisen (det ville i tilfelle blitt mange tyske investorer), men dette avsnittet er vanskelig gitt at det var en svikt markedet som gjorde at ubalansene oppstod og ESB *måtte ta* over. Dessuten vil

¹ «TARGET 2 and Central Bank Balance Sheets», November 21, 2012.

ubalansene forsvinne – og markedet vil få sin plass igjen – når krisen i GIPS-landene tar slutt.

- Fra side 7. Sammenligning med Bretton Woods og TARGET er kanskje ikke helt rimelig, selv om dette bygger på Sinn og Wollmersauser. ØMU er en union, og da er det rimelig at deltakerlandene er mer eksponert mot hverandre enn hvis det dreier seg om land utenfor en union. Dessuten peker ikke Halvorsen på at eksponeringen i Bretton Woods på et viktig punkt var større: Risiko for devaluering. I Target oppstår den bare hvis et land trekker seg ut av unionen, og terskelen for det må antas å være langt høyere enn for å bryte ut av BW-samarbeidet.
- Side 11: «Forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader. Det innebærer at de velger å finansiere seg ved bruk av "kredittkortet" til ESB dersom lånebetingelsene her er bedre enn i kapitalmarkedet. I kapitalmarkedet vil finansieringskostnadene typisk inneholde en risikopremie, som reflekterer investorenes vurdering av forretningsbankens soliditet.» Selv om dette bare er et eksempel for å illustrere hvordan en mekanisme fungerer, er det uheldig gitt at GIPS-landene har hatt en credit crunch i flere år.
- Side 14: «Siden TARGET-systemet er uten skranker for gjeld og fordringer, vil en slik tilsidesettelse potensielt være mulig over en lengre tidsperiode dersom pengepolitikken går inn for det.» TARGET-systemet har begrensinger for gjeld og fordringer, for eksempel krav om sikkerhet for lån, så jeg er usikker på hva Halvorsen mener her. Halvorsen gjentar påstanden om at TARGET er uten skranker på fordringer og gjeld.
- Side 15: Halvorsen diskuterer hvordan underskuddet på driftsbalansen har ført til en økning i TARGET-gjelden for sentralbankene i GIPS-landene, men lar være å nevne momenter som kan avdramatisere situasjonen noe. Et viktig eksempel på det er at Hellas er veldig nær å ha et statsbudsjett i balanse (driftsbalanse er noe annet enn statsbudsjett, men denne typen opplysninger burde det vært plass til i artikkelen).
- Side 15: «...ESBs liberale budsjettpolitikk.....». Et underlig ordvalg i betraktning av hvor vanskelig det er å få finansiering for bedrifter og husholdninger i GIPS-land. Halvorsen snakker også andre steder om ESBs liberale kredittpolitikk.
- Side 17: Figurene viser akkumulert nivå på driftsbalansen. Det er uheldig, for da går det ikke klart fram om/at GIPS-landene har klart å redusere underskuddet.
- Side 17 «, kan man si at den økte TARGET-gjelden for disse landene, har utsatt den nødvendige depresieringen av disse landenes realvalutakurs og dermed også deres konkurranseevne». At valutakursen ikke er depresiert, må forklares med at disse landene er en del av en valutaunion – og ikke TARGET. Som nevnt i punkt 1 er

lønnsnivået i enkelte GIPS-land sterkt redusert, noe som tilsier en depresierte realvalutakurs (dette er riktignok motvirket av økte skatter).

- Side 18: «En effekt av dette er at det har forhindret bankene fra å likvidere deler av eiendelssiden på sin balanse. Prisene på formuesobjekter holdes derfor på et kunstig høyt nivå, noe som igjen bidrar til å holde kapital borte fra disse landene.»
Boligprisene i flere GIPS-land er halvert. Jeg skjønner derfor ikke helt hva Halvorsen vil oppnå med å tvinge bankene til å likvidere en større andel av balansene sine.