ESBs TARGET-system: En tsunami av usikret gjeld?

**Av Jørn I. Halvorsen**[[1]](#footnote-1)

**Førsteamanuensis, Institutt for samfunnsøkonomi.**

**Handelshøyskolen BI.**

# Ingress

“TARGET” (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) stod lenge kun som en betegnelse på det elektroniske betalingssystemet som blir benyttet av landene som inngår i eurosonen. I løpet av de siste årene har professor Hans-Werner Sinns økonomiske tolkninger av tall over ubalanser som har blitt generert i dette systemet, skapt stor debatt i akademiske miljøer og internasjonal finanspresse. Formålet med dette notatet er å gå gjennom de viktigste momentene som er knyttet til diskusjonen om ubalansene i TARGET-systemet. Jeg følger nært analysen gitt i Sinn og Wollmershauser (2012) og viser hvordan de regler som gjelder for oppgjør i betalingssystemet effektivt, har kunnet oppheve markedsøkonomiens selvdisiplinerende mekanismer. Denne opphevelsen innebærer blant annet at (1) sette til side de selvkorrigerende mekanismene som gjelder for utenrikshandelen mellom land, og (2) i storstilt grad å overføre risiko fra investorer til de nasjonale sentralbankene. Avslutningsvis diskuterer jeg tre forskjellige muligheter for eurolandene for å bremse opp, eller delvis redusere, ubalansene i TARGET-systemet.

# Introduksjon

Den norske mediedekningen av eurokrisen har i stor grad omhandlet den offentlige gjeldskrisen for land i eurosonen. Særlig er det blitt fokusert på de offentlige finansene til de såkalte PIIGS-landene (Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania). I disse landene har offentlige gjeld målt i forhold til BNP vokst kraftig etter at finanskrisen brøt ut i USA høsten 2008 (se figur 1). Denne utviklingen, kombinert med pessimistiske utsikter om landenes fremtidige økonomiske utsikter, gjorde at mange internasjonale investorer begynte å tvile på disse landenes evne til å betjene sin gjeld. Som et resultat krevde markedet en betydelig høyere risikopremie på disse landenes statsobligasjoner. Økte risikopremier bidro i sin tur til økte utgifter ved opptak av ny gjeld. Sjansen for ikke å kunne betjene sine statslån økte derfor ytterligere. 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 skjedde igjennom det såkalte OMT (Outright Monetary Transactions) programmet.

Figur : Offentlig gjeld som andel av BNP. Kilde: Eurostat.



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



Imidlertid gir ikke en analyse av den offentlige gjeldskrisen i PIIGS-landene et dekkende bilde av den økonomiske utviklingen i disse landene og de problemene de står overfor. I tillegg til offentlig gjeldskrise, har landene også opparbeidet seg store ubalanser i sin privatøkonomi som en følge av sin handel med andre land. Den vanlige forklaringen på hvorfor disse ubalansene kunne oppstå knyttes vanligvis til rentespreaden i finansmarkedene. Rundt innføringen av felles valuta i 2002, ble landenes rentespread mot tyske statsobligasjoner nærmest eliminert (se figur 2) med det resultat at alle euroland kunne låne til omtrent den samme rente. Den lave renten ga støtet til en kredittfinansiert høykonjunktur gjennom økt opplåning både til privat og offentlig sektor finansiert gjennom økt nettokapitalimport. Med høykonjunkturen fulgte økte priser og lønninger kombinert med en sterk grad av feilallokering av ressursene i økonomien. Illustrert for eksempel gjennom veksten i boligbyggingen i Spania, finanssektoren i Irland og offentlige sektor i Hellas.

En viktig følge av denne kredittdrevne høykonjunkturen er at de fleste av de kriserammede PIIGS-landene i dag lider av et altfor høyt pris- og lønnsnivå (se for eks. Peeters og Reijer (2011) og Goldman Sachs European Economic Analysis (2013)). Dette gjør at landene i svært liten grad er konkurransedyktige, noe som effektivt forhindrer prosessen med å skape nye bærekraftige arbeidsplasser. Det grunnleggende problemet som må løses går derfor utpå få til en forbedring av konkurransesituasjonen gjennom en realdepresiering. Gitt euro som felles valuta, kan en slik forbedring kun skje som en følge av intern devaluering: lønns- og prisvekst i PIIGS-landene må være lavere enn i Tyskland.

Hovedbudskapet i denne artikkelen. som er i tråd med den analysen som er gjort i Sinn og Wollmershauser (2012), er at ESB og EU-systemets vekt på finansiell stabilitet og forhindre investorer i å ta tap og la verden gå videre har hatt sin prise gjennom at man har opphevet markedsøkonomiens selvdisiplinerende mekanismer. Denne opphevelsen innebærer (1) man effektivt har satt til side de selvkorrigerende mekanismene som regulerer konkurransesituasjonen og utenrikshandelen mellom land (2) man har storstilt grad gjort det mulig å overføre risiko fra investorer og over til de nasjonale sentralbankene. Denne politikken har først og fremst vært mulig gitt de regler for oppgjør mellom land som gjelder for TARGET-systemet.

Artikkelen er inndelt som følger: Avsnitt 2. forklarer hvordan TARGET-systemet i dag fungerer og hvordan ubalanser i dette systemet kan oppstå. I avsnitt 3 og 4 ser jeg nærmere på likheter og forskjeller mellom regelverket som ble benyttet under Bretton Woods-system og TARGET-systemet. Avsnitt 5 og 6 viser hvordan ESBs pengepolitikk, som en følge av regelverket for TARGET-systemet, har kunne påvirket markedsprisene i eurosonen bort fra langsiktig likevekt.. Avsnitt 7 ser på tre forskjellige muligheter for eurolandene for å bremse opp, eller delvis redusere, ubalansene i TARGET-systemet.

# Gjeld og fordringer på TARGET-balansen

For å få klarhet i hvordan ubalanser oppstår i TARGET-systemet, kan en starte med å sette opp sammenhengen som gjelder for utenriksregnskapet til et land. Dette regnskapet har som mål å registrere samtlige pengetransaksjoner dette landet (dvs. husholdninger og bedrifter) har med omverden. Generelt vil vi ha at

DR står for driftsbalansen eller driftsregnskapet ovenfor utlandet for en bestemt periode. KR betegner nettokapitalimporten, og måler nettoendringer som oppstår i landets fordrings- og gjeldsposisjoner som følge av kjøp og salg av finansobjekter med omverden. ΔRES står for endringene i sentralbankens utenlandsreserver.

Under et rent flytendekursregime, vil ikke sentralbanken intervenere for å stabilisere valutakursen. Reservene vil derfor stå uendret i et slikt regime. Det medfører at et lands underskudd på driftsbalansen blir finansiert gjennom nettokapitalimport, mens et overskudd gjennom nettokapitaleksport. For et fastkursregime kan sentralbanken derimot oppleve endringer i sine reserver, ettersom den er forpliktet til å stabilisere valutakursen til en oppgitt kurs. I utgangspunktet setter ikke et fastkursregime noen begrensninger på hvor høyt nivået på reservene kan bli. Systemet vil imidlertid måtte opphøre den dagen sentralbanken går tom for reserver.

Det er også mulig å sette opp utenriksregnskapet som gjelder mellom landene *internt* i eurosonen. Legger vi til grunn *kun* elektroniske transaksjoner (og derfor blir registrert i det elektroniske betalingssystemet TARGET), vil det for et enkelt land i eurosonen gjelde at

1. = DRI+KRI

DRI står for driftsbalansen og KRI står for kapitalimporten til et land internt i eurosonen. Som vi ser, framkommer dette uttrykket ved at man først utgangspunkt i utenriksregnskapet gitt ved (1) og på høyre side trekker fra driftsbalansen (DRV) og kapitalimporten (KRV) tilhørende de landene i verden som ikke inngår i eurosonen. Uttrykket på venstre side, ΔTR, vil nå ikke lengre utgjøre endringer i reserver i vanlig forstand, men representere endringer i TARGET-balansen som den nasjonale sentralbanken i eurosonen har ovenfor ESB. Er nivået på TR positivt (negativt), har den nasjonale sentralbanken en nettofordringsposisjon (nettogjeldsposisjon).

I dette systemet, trengs et underskudd på utenriksregnskapet til et land internt i eurosonen, gitt ved (DRI+KRI), å bli motsvart av en reduksjon i TARGET-gjeldsnivået ΔTR. Fundamentalt forskjellig

fra et fastkursregime (som vil opphøre i det reservene er tømt), er det i ESB-systemet ikke satt noen skranker hvor høyt gjeldsnivået på TARGET-balansen kan tillates å være.

Fra en investors perspektiv, peker de fleste faktorer i retning av at elektroniske fordringer på TARGET-balansen ikke vil være særlige attraktive. TARGET fordringer er riktignok svakt rentebærende (lik ESBs rente på refinansieringslån). Men fordringer står uten formelle innløsningsrettigheter, er usikret og vil derfor kunne misligholdes i det et land trer ut av eurosammarbeidet.

Disse reglene skiller seg sterkt fra det som Federal Reserve (FED) system benytter i USA. Nettogjeld på balansen til de 12 regionale distriktssentralbankene har her en strafferente (i dag satt til 6 prosent). Gjelden blir klarert en gang i året, ved at distriktssentralbankanke må gi avkall på sine eierrettigheter i en portefølje av likvide verdipapirer kontrollert av sentralbanken på føderalt nivå.

Sinn og Wollmershauser (2012) forteller i sin artikkel, at årsaken til at regelverket i eurosonen skiller seg så sterkt fra FED, trolig kan tilskrives at de som satte opp systemet ikke hadde øynene opp for at systemet kunne generere store ubalanser. Mulighet for mindre ubalanser, ble vurdert som nyttige siden det ville avhjelpe kortvarige likviditetsproblemer som typisk ville kunne oppstå i interbankmarkedet mellom forretningsbankene i eurosonen.

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



Som vi ser av figur 3, oppstod det ikke i noen særlig grad ubalanser i TARGET-systemet før finanskrisen i 2008. Etter krisen, utviklet det seg derimot store ubalanser i systemet. Tyske Bundesbank har fordringer på sin TARGET-balanse i slutten av 2012 på 738 milliarder euro. Det viser seg at dette beløpet tilsvarer omtrent hele nettooverskuddet landet har på driftsbalansen ovenfor de andre landene i eurosonen fra 2008 og fram til i 2012. TARGET-forringer til tyskland motsvares i sterk grad av TARGET-gjelden til PIIGS-landene, som i slutten av perioden er på hele 977 milliarder euro. Man bør merke seg at dette beløpet er omtrent tre ganger så stor som de offisielle hjelpepakkene som har blitt vedtatt av EU systemet, som utgjør et beløp på 346 milliarder euro.

Sinn og Wollmershauser (2012) tolker de store ubalansen i TARGET-systemet i tråd med en klassisk betalingskrise for utenrikshandelen mellom land. Av den grunn, mener de at det pengepolitiske Bretton Woods-systemet fungerer som en klargjørende parallell. La oss derfor se nærmere på dette systemet.

# 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 andre landenes nasjonale sentralbanker til en fast innløsningskurs for verdien av dollar mot gull.
* De andre landene skulle sørge for at deres valutakurser stod i et nær 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 vanligvis betegnet som noenlunde vellykket. Fra 1958 og utover oppstod det derimot betydelige ubalanser i systemet. For å forstå drivkreftene bak disse ubalansene, er det nødvendig å kjenne til hvordan penger trykket i et land tilfaller et annet lands sin økonomi. Figur 4 viser en stilisert eksempel av en slik prosess.

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



Det er her antatt at økonomiene til USA og Vest-Tyskland lar seg representere ved en husholdning, en forretningsbank og en nasjonal sentralbank (Federal Reserve [FED] for USA og Bundesbank for Vest-Tyskland). Figuren viser, ved å beskrive en kjede av transaksjoner, hvordan det er mulig for en husholdning i USA å importere varer og tjenester samt foreta kapitalinvesteringer i Vest-Tyskland som en konsekvens av pengetrykking fra FED

Det hele starter ved at FED trykker opp penger tilsvarende et beløp på $100. Sentralbankens to hovedkanaler for å påvirke realøkonomien går gjennom tilbud av refinansieringslån til forretningsbankene og åpne markedsoperasjoner. I figuren har vi at som en følge av sentralbankens åpne markedsoperasjoner, får husholdningen tilført likvider på $25 basert på salg av egen beholdning av statsobligasjoner. Videre får husholdningen 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.

Den andelen av økningen i basispengemengden som benyttes i transaksjoner med et annet land, vil vi her kalle *penger utenfor landets grenser*. For figur 4 utgjør dette hele økningen, siden $100 går til transaksjoner med Vest-Tyskland. Mer konkret, blir det benyttet 75$ til kjøp av en bil mens det resterende beløpet på $25 går til direkte utenlandsinvesteringer (FDI) ved kjøp av eiendom.

Siden det er kostbart å holde likvider (pga. tapte renteinntekter), vil husholdningen i Vest-Tyskland raskt ønske å kvitte seg med disse midlene. Dette skjer her ved at husholdningen benytter fastkursregimets innløsningsmulighet på ¼ til å veksle dollar om til tyske mark, for deretter å sette tyske mark inn på konto i sin forretningsbank. Forretningsbankene velger på sin side å sette beløpet inn på sin reservekonto i Bundesbank. Avslutningsvis står derfor Bundesbank igjen med en økning i valutabeholdningen, som blir registrert i utenriksregnskapet slik det kommer til uttrykk i likning (1) i forrige avsnitt.

Prosessen med penger utenfor landets grenser og tilhørende reserveoppbygging, bidro etterhvert til å undergrave helle Bretton Woods-systemet: Dette fordi veksten i pengemengden var mye sterkere i USA enn blant de andre landene som inngikk i samarbeidet. Det var derfor mulig for USA i en lengre periode å finansiere store deler av sitt underskudd på utenriksregnskapet gjennom pengetrykking, med den følge at dollarreserver akkumulerte seg opp i de andre landenes nasjonale sentralbanker. Reserver som sentralbankene i sluttoppgjøret kunne benytte til enten til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner, eller innløse mot gull

Det ble til etterhvert åpenbart at de økte dollarreservene ikke lengre kunne anses som troverdige fordringer på gull. Simpelthen fordi 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 dermed i praksis oppløste hele Bretton Woods-systemet.

# Vesentlige forskjeller mellom Bretton Woods-systemet og TARGET-systemet

La oss nå se forskjeller mellom regelverket som ble benyttet under Bretton Woods-system og TARGET-systemet. Som vesentlige punkter bør man 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).[[2]](#footnote-2)
* Økning i basispengemengden fra en nasjonal sentralbank med tilhørende reserveoppbygging i en annen nasjonal sentralbank, klareres ved at ESB endrer TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene (jmf likning (1) vs. Likning (2)) .
* Fordringer på TARGET-balansen er uten formelle innløsningsmuligheter og usikret.
* For gjeld og fordringer står systemet uten budsjettmessige skranker.
* Det er ESB styret som har utøvende makt til å endre basispengemengden.

De tre sist punktene er særlige viktige her. 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 gjennom økning i pengemengden. Når det gjelder det siste punktet, kan en merke seg ESB styret er bygd opp rundt nasjonal representasjon hvor hvert land har én stemme.

Legger vil til grunn disse forskjellene, vil penger utenfor landets grenser allikevel være en egenskap som kan opptre på omtrent samme måte i eurosonen som det gjorde under Bretton Woods-systemet. For eksempel, slik det kommer til uttrykk i figur 5.

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



De realøkonomiske transaksjonene i denne figuren er nøyaktige like det som gjaldt for Bretton Woods-systemet for figur 5. Landene er imidlertid endret til Hellas og Tyskland og alle beløpene er i euro. I tråd med likning (2), inngår ESB nederst som en egen enhet som klarer systemet ved å endre TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene. Den vesentlige forskjellen mellom figur 4 og 5 finnes derfor i det siste leddet i transaksjonskjeden. I denne figuren, klarerer betalingssystemet økningen i basispengemengden ved at Bundesbank øker sine fordringer på TARGET-balansen på 100 euro. Dette blir motsvart av en tilvarende økning i den greske nasjonalbankens sin gjeld. Som et resultat av denne slutteoperasjonen, vil basispengemengden for hele eurosystemet bli holdt uendret (dvs. sterilisert).

ESBs erklærte pengepolitikk er at den skal være lik for alle landene som inngår i eurosonen. En kan kanskje stusse litt over hvor realistisk eksemplet i figur 5 er, hvor økningen i basispengemengden har sitt opphav i den nasjonale greske forretningsbanken. For å begrunne dette nærmere, la oss forenkle litt og legge til grunn at de nasjonale forretningsbankene har tilgang til finansiering gjennom kapitalmarkedet (dvs. obligasjons- og interbankmarkedet) og et ”kredittkort” utstedt av ESB. ”Kredittkortet” gir adgang til å skape elektroniske penger, men er underlagt restriksjoner i form av refinansieringslånerente, krav til sikkerhet og likviditetsskranker. Vi antar at forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader. Det vil bety 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 typisk reflekterer investorenes vurdering av bankens soliditet. Anser markedsaktørene at den tyske forretningsbanken er mer solid enn den greske, vil den oppnå en lavere risikopremie. Vi kan dermed enkelt forestille oss en løsning, hvor den greske forretningsbanken bruker “kredittkortet” og finansierer seg fra sin nasjonale sentralbank, mens den tyske forretningsbanken finansierer seg i kapitalmarkedet. Legger vi en slik løsning til grunn, ser vi at penger utenfor landets grenser også har en mulighet til å oppstå i eurosoen som det gjorde under Bretton Woods-systemet

Imidlertid er det ikke slik at penger utenfor landets grenser trenger å være initiert av en økning i basispengemengden, som vi til nå har fokusert på. En annen variant er at dette kan skyldes endrede preferanser for hvilken forretningsbank markedsaktørene foretrekker å holde sine innskudd.

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



For figur 6 tar vi utgangspunkt i at transaksjonskjeden starter med at husholdningen i Hellas endrer sine innskuddspreferanser. Som et resultat, overføres innskudd tilvarende et beløp på 50 euro fra den greske til den tyske forretningsbanken. Gitt at den greske forretningsbanken ikke møter denne endringen ved nyfinansiering i kapitalmarkedet, eller ved en reduksjon i sine reserver eller likvidering av deler av sin eiendelsside, vil den være tvunget til å ta opp et refinansieringslån i den greske nasjonale sentralbanken 50 euro. Det medfører en økning i mengden av basispenger utstedt av den greske nasjonalbanken. Den tyske forretningsbanken mottar på sin side 50 euro overført gjennom TARGET-systemet som den plasserer på sin reservekonto i Bundesbank. Pengene som Bundesbank mottar blir i sluttoppgjøret destruert ved at ESB klarerer systemet ved å øke TARGET-fordringene til Bundesbank motsvart av en økning i TARGET-gjelden til den greske nasjonale sentralbanken

En del av kritikken som har blitt reist mot Sinn og Wollmershauser (2012), er at de i for stor grad har tolket de økte ubalansene i TARGET-systemet som et resultat av PIIGS-landene har fått finansiert sine underskudd på driftsbalansen, og i for liten grad fokusert på den typen kapitalflukt som her har blitt vist (se for eks. Bindseil og Koenig (2011) og De Grauwe og Ji (2012)). Men denne kritikken viser seg ved nærmere ettersyn å være til liten hjelp når det gjelder å gi forbedret oppfatning av regelverket i dagens TARGET-system. For å belyse dette nærmere, trenger vi å konkretisere nærmere den bakenforliggende årsaken til de endrede innskuddspreferansene.

Legger vi til grunn i vårt eksempel at disse endringene *ikke* kan knyttes opp mot vurderinger som husholdningen har gjort om forretningsbankens soliditet, men snarer en omplassering foretatt av mer bekvemmelighetsgrunner. Da kan TARGET-systemet sees på som et betalingssystem som har som egenskap at den forhindrer unødvendige likviditetskrise mellom forretningsbankene. Er derimot de endrede innskuddspreferanser begrunnet i en sviktende tillit forretningsbankenes soliditet, er det snakk om at TARGET-systemet har helt andre egenskaper.

I figuren vil TARGET-systemet i så fall ha overført deler av den greske forretningsbankens risiko fra innskyteren og over til den nasjonale sentralbanken. Den greske husholdningen vil nå ha sine 50 euro eksponert mot risikoen til den tyske forretningsbankens. Fra dette ser vi at ESB politikk ved å tilby refinansieringslån har mulighet til effektivt å overføre risiko fra private aktører og over til de nasjonale sentralbankene.

Siden TARGET-gjelden tilsvarer en evigvarende utgiftstrøm med utbetalinger lik ESBs rente på refinansieringslån, vil den kontantstrømmen kunne gå tapt for de resterende medlemmene av eursonen dersom Hellas trekker seg ut av eurosammmarbeidet og velger å mislighold sin gjeld. Et slikt bortfall av seniorageinntekter, vil nødvendigvis svekke de gjenværende lands offentlige finanser. Vi snakker altså her om en regning som til slutt må tas av de enkelte lands skattebetalere.

# TARGET-gjeld og markedspriser

Figur 5 og 6 viste oss at penger utenfor landets grenser, og dermed også ubalanser i TARGET-systemet, kan være forårsaket av sentralbankens pengepolitiske operasjoner og dens respons i forhold til kapitalflukt. Antar vi nå framover at dette utgjør de to hovedkildene til penger utenfor landets grenser. Videre, når det gjelder kapitalflukt, at det kun er endringer som er forklart av investorens vurderinger om forretningsbankens soliditet som kan skape *vedvarende* ubalanser på TARGET-balansen. Dette muliggjør en klar 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:

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 vi nå har lagt til grunn. Definisjon (3) forteller oss videre at en slik økning i TARGET-gjelden bidrar til å finansiere et lands underskudd på utenriksregnskapet. Enten igjennom økt underskudd på driftsbalansen, økt nettokapitaleksport eller som en kombinasjon.

## To spesialtilfeller

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

Tolkningen av (4) er at en eventuell TARGET-gjeld i perioden har fullfinansiert landets negative driftsbalanse innad i eurosonen. Uten en slik TARGET-gjeld, dvs. dersom , ville driftsbalansen måtte ha vært i balanse. Standard makroøkonomisk teori (med kortsiktige nominelle rigiditeter) tilsier at en slik likevekt oppnås på kort sikt som en følge av fall i etterspørselen. På lengre sikt, ved at det innenlandske prisnivået reduseres noe som også innebærer en bedring av konkurranseevnen gjennom en depresiering av realvalutakursen. Dette belyser et interessant poeng, siden en her får øye på den markedsregulerende mekanismen som gjelder for driftsbalansen mellom land. Men som vi ser av (4), vil en økning i TARGET-gjelden sette deler av denne mekanismen til side. 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.[[3]](#footnote-3)

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

(5)

Tolknngen av (5) er at økt TARGET-gjeld i perioden har forårsaket en kapitalflukt, siden den har fullfinansiert nettokapitaleksporten. Uten en slik TARGET-gjeld, dvs. dersom 0, ville nettokapitalflukten måtte vært null. Også her virker det rimelig å argumentere for at TARGET-gjelden påvirker markedsprisene. Denne gangen direkte 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 i de markedsmekanismene omtalt her, konkluderer Sinn og Wollmershauser (2012) med at den sterke økningen i TARGET-gjelden for PIIGS landene (muliggjort av ESBs kredittpolitikk) *må ha forårsaket* enten en forverring av landenes konkurranseevne, eller en kapitalflukt, 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 lik nivået på TARGET-gjelden. Det gir oss muligheten til å observere, i perioden etter finanskrisen, i hvilken grad TARGET-gjelden og nettokapitalimporten i perioden har bidratt til å finansiere underskuddet på driftsbalansen.

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



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 seg fram til at 52 prosent av økningen i driftsbalansen i perioden er finansiert gjennom TARGET-gjeld. Det resterende skyldes 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. Ved slutten av 2012, har økningen i TARGET-gjelden fullfinansiert underskuddet på driftsbalansene samt erstattet en nettokapitalflukt på om lag 400 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 refinasnieringslån 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 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.

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 & Wollmershauser 2012)



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

I lys av de markedsmekanismene diskutert under første spesialtilfelle, er det mulig å tolke disse resultatene som at ESBs pengepolitikk gjennom økt TARGET-gjeld har utsatt den nødvendige depresieringen av disse landenes realvalutakurs. Sinn og Wollmershauser (2012) forteller i sin artikkel at alle PIIGS-landene, unntatt Irland, har hatt en svak men positiv utvikling i BNP-deflatoren. For Irland, derimot, viser deflatoren en nedgang på hele 13 prosent i perioden 2007-2011. Det kan forklares med at ESBs liberale kredittpolitikk startet sent sett i forhold til krisen i Irland. De stabiliserende mekanismene for driftsbalansen ble derfor i mindre grad 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 sterke økningen kan trolig knyttes opp mot frykten investorer har for at det skal oppstå en soliditetskrise i finansnæringen i disse landene, med mulig konsekvens at hele pengepolitiske union bryter sammen.

I lys av de markedsmekanismene nevnt under andre spesialtilfelle, er det mulig å tolke den utviklingen som at det er ESBs liberale kredittpolitikk har forårsaket en nettokapitalflukt fra disse landene. En økonomisk tolkning gitt i Sinn og Wollmershauser (2012) går ut på at billig refinansieringslån fra de nasjonale sentralbankene har utkonkurrert privat kapital. Dette fordi investors krav til rente pluss risikopremie har ligget langt høyere enn det kravet som ESB har satt til refinansieringslån. Som resultat, har spesielt bankene blitt forhindret 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.

# 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 et resultat av den kredittdrevne ekspansjonen like før og etter innføringen av euroen og (2) de vurderinger ble gjort under avsnittet om TARGET-gjeld og markedspriser. På bakgrunn av dette kan man konkludere med at ESBs pengepolitikk etter finanskrisen har virket nærmest som et inntak av smertestillende tabletter: Politikken har kjøpt tid og døyvet smerten, men har knapt gjort noe med det grunnleggende problemet, som er 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 denne prosessen i teorien kunne fortsette, med den følge at TARGET-gjeldene for de kriserammede landene fortsetter å øke. Følgelig vil problemet med landenes for sterke realvalutakurs stå uløste også framover.

De manglende innløsningsmulighetene og sikkerheten for TARGET-fordringer gjør likevel at man kan i økende grad kan forvente politiske krav til endringer, i hvert fall ved fortsatte økninger i ubalansene. Avslutningsvis, kan det derfor være interessant å se nærmere på alternativer som eurosonen kan ta i bruk for å bremse opp, eller delvis redusere, ubalansene i TARGET-systemet.

# Alternativ 1: Tilbake til markedene

Dette går ut på å bremse prosessen med penger utenfor landets for de landene som i dag har store underskudd på TARGET-balansen. Som vist i figur 5 og 6, er disse pengene et resultat av økningen i basispengemengden fra de nasjonale sentralbankene. Denne økningen i pengemengden kan, som vi husker, bli kontrollert gjennom de krav som gjelder for refinansieringslån til forretningsbankene. Ved å øke kravet som gjelder for sikkerhet og redusere likviditetsskrankene, vil til slutt interbankmarkedet måtte ende opp med å bli den primære formen for forretningsbankenes finansiering.

Ved finansiering i interbankmarkedet, 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 strengere krav fra ESB for refinansieringslån til disse landene, vil trolig bli at de kriserammede landene vil oppleve en kredittkontraksjon. Dette siden kun låneprosjekter med solid lønnsomhetsprofil nå vil bli realisert. På en annen side, vil dette bidra til å redusere ubalansene i TARGET-systemet, ved at redusert utlån fører til redusert etterspørsel og dermed lavere prisnivå. Konsekvensen av dette alternativet vil bli en styrking av disse landenes konkurranseevne.

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 aktører tvunget til å konfrontere problemene nå, framfor fortsette dagens politikk med å kjøpe seg tid i bytte mot 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. Dermed tydeliggjør i sterkere grad enn i dag, den egentlige gevinsten for disse landene ved fortsatt deltakelse i den monetære union.

# Alternativ 2: Penger utenfor landets grenser i revers

Dersom deflasjonspolitikken beskrevet ovenfor anses som for hard, kan prosessen mildnes noe ved at ESB samtidig forsøker å skape en økning i basispengemengden for de landene som har opparbeidet seg *fordringer* på TARGET-balansen. For at denne politikken skal være praktisk gjennomførbar, må restriksjonene som gjelder refinansieringslån være diskriminerende slik at det nå er de mer solide forretningsbankene i Nord-Europa som søker finansiering i de nasjonale forretningsbankene. Dette kan trolig la seg gjøre ved at man setter en svært lav refinansieringsrente (dvs. nær null) kombinert med negativ innskuddsrente, strengt krav til sikkerhet og vide likviditetsskranker: Vi ender da trolig opp med en situasjon hvor det er de mest solide bankene som finansierer seg i sin nasjonale sentralbank

Utfallet av en slik politikk kan bidra til en økning i utlånene og basispengemengden for de landene som i dag har TARGET-fordringer. Den andelen av disse pengene som blir benyttet på hjemmebane, vil på sikt gjennom økt etterspørsel drive opp pris- og lønnsnivået. Det vil gi et bidrag til å forbedre dagens problem knyttet til konkurransesituasjonen mellom landene som inngår i eurosonen, gjennom økt inflasjons for land med fordringer. For den andelen basispenger som blir benyttet utenfor landets grenser, vil effektene være på linje med de resultater som har blitt diskutert tidligere, men slik at prosessen reversers.

Dermed har det blitt redegjort for en politikk hvor ESB bidrar aktivt til å redusere de ubalansene som man gjennom sin pengepolitikk selv tidligere har påført TARGET-systemet.

Merk også at denne formen for politikk også representerer en form for Keynesiansk etterspørselspolitikk, hvor positive multiplikatoreffekter kan oppstå. Sett opp mot diskusjonen om etterspørselsstimulans, som stadig er framme i mediene, er dette forslaget mer konkret: Etterspørselsimpulsene tilfaller de kriserammede landene i form av impulser til eksportsektoren for varer og tjenester, i tråd med hvor disse landenes innsatsfaktorer på lang sikt bør flyttes.

Dersom det skulle oppstå en erkjennelse av nødvendigheten av en slik ny politikk, kan en spørre seg om den i hele tatt er praktisk politisk 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 TARGET-gjeld har flertall i ESB styret. Riktignok skal ikke nasjonale representanter ta nasjonale hensyn i sin stemmegivning, men erfaringene til nå peker ikke nødvendigvis i den retning.

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

I det siste alternativet, samler jeg 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), et 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 skal 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.

Om enn svært forskjellig i karakter, har alle disse tiltakene som fellesnevner at de sørger for reprising av risikopremien som gjelder i kapitalmarkedet, enten for finanssektoren eller statlig finansiering. Populariteten til mange av disse forslagene, spesielt blant politikere, synes å være basert på en overbevisning om at de vil føre til en betydelig reduksjon i gjeldskostnadene for de kriserammede landene, med tilhørende forbedring av statlige finanser 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 dessuten bli mindre avhengig av den form for finansiering som i dag foregår gjennom TARGET-systemet, og ubalansene vil derfor kunne bremse opp eller reduseres.

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, vil det være risikopremien som utgjør den nødvendige klareringsmekanismen for å fordele kapital til de områder av økonomien hvor de gir høyest avkastning. 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, vil det realøkonomiske bidraget bli at vekstevnen i eurosonen blir svekket. I tillegg til dette vil man, i tillegg til det eksisterende TARGET-systemet, ha etablert enda flere mekanismer for overføring av økonomiske resurser mellom enkelte land.

# Bibliography

Bindseil, U & Koenig, PJ 2011, 'The economics of TARGET2 balances', SFB 649 discussion paper.

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

'Goldman Sachs European Economic Analysis' 2013, No.03., Goldman Sachs Economic Research, Goldman Sachs Economic Research.

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

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', 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.

1. Takk til Stefanie G. Fernandez, Georg Rabl , Elisabeth Holvik, Arne Jon Isachsen, Per Botolf Maurseth og Erling Steigum for gode innspill og kommentarer til dette notatet. [↑](#footnote-ref-1)
2. Denne omleggingen har ingen betydning for de resultater som blir diskutert i denne artikkelen. [↑](#footnote-ref-2)
3. De selvregulerende mekanismene for driftsbalansen mellom land under et troverdig fastkursregime har vært kjent lenge og 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 eller handelsbalansen kan bli. [↑](#footnote-ref-3)