TARGET: 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) betegner det elektroniske betalingssystemet i eurosonen. De senere årene har professor Hans-Werner Sinn pekt på ubalanser som er blitt generert i dette systemet og han har gitt disse tolkninger som har skapt diskusjon i akademiske miljøer og internasjonal finanspresse. Denne diskusjonen preges dessverre av en del politisk støy og uklarheter, og det kan kanskje være en årsak til at temaet i liten grad har berørt mediebildet i Norge. Formålet med denne artikkelen er å gi en gjennomgang av de viktigste momentene i diskusjonen. Jeg følger her til en stor grad (Sinn og Wollmershauser 2012), og viser hvordan de reglene som gjelder for oppgjør i TARGET har gjort at flere disiplinerende mekanismer som normalt kjennetegner markedsøkonomien er blitt satt til side. To viktige konsekvenser av dette er: (1) De selvkorrigerende mekanismene som gjelder for utenrikshandel mellom land er blitt satt til side i lengre tid. (2) Det er blitt overført betydelig risiko fra investorer til nasjonale sentralbanker (og dermed involveres skattebetalerne direkte). Til slutt diskuterer jeg tre mulige tiltak å bremse opp, eller delvis redusere, ubalansene i TARGET-systemet.

# Introduksjon

Norske mediers dekning av eurokrisen har i stor grad omhandlet den offentlige gjeldskrisen i flere av landene som inngår i eurosonen. Særlig er det fokusert på 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 for landenes økonomiske utvikling, har gjort at mange internasjonale investorer tviler på disse landenes evne til å tilbakebetale gjeld, og at de dermed krever en høyere risikopremie på disse landenes statsobligasjoner.

En slik utvikling kan raskt bli selvoppfyllende: Økt risikopremie bidrar til økte utgifter i nye låneopptak og ved 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 statsobligasjoner. Dette skjedde igjennom det såkalte OMT (Outright Monetary Transactions) programmet.

Sett inn figur 1 omtrent her.

Sett inn figur 2 omtrent her.

En analyse av PIIGS-landenes offentlige gjeldskrise gir imidlertid ikke et godt nok bilde av disse landenes negative økonomiske utvikling: De sliter også med store ubalanser i utenrikshandelen. En vanlig forklaring på hvorfor disse ubalansene kan oppstå er reflektert i rentespreaden i finansmarkedene. Risikopremien som finansmarkedene krevde for å investere i disse landenes statsobligasjoner?? falt sterkt etter innføringen av felles valuta i 2002. Ser vi på rentespreadene mot tyske statsobligasjoner ble den så godt som borte i en tidlig periode av pengeunionen (2002-2006) (se figur 2). Dette førte til at privat kapital fløt til disse landene og det ga igjen støtet til en kredittfinansiert høykonjunktur: Under denne konjunkturoppgangen ble landenes underskudd på driftsregnskapet nærmest fullfinansiert av nettokapitalimport. Dette førte også til økte priser og lønninger, kombinert med en feilallokering av landenes økonomisk innsatsfaktorer.

Finanskrisen i USA, fra sommeren 2007, og etterfølgende kollaps i interbankmarkedet markerte deretter en slutt for disse landenes mulighet til å hente inn billig utenlandsk kapital. Markedets krav til risikopremie økte, og private investorers låneiver tørket inn. Denne utviklingen førte til at politikerne i EU-systemet kom på banen med hjelpepakker for å opprettholde stabiliteten i finanssektoren. Nylig er slike tiltak blitt institusjonalisert, ved at kriserammede land nå kan søke finansiell støtte igjennom ESM (European stability mechanism).

En konsekvens av den kredittfinansierte høykonjunkturen er at de fleste av de kriserammede PIIGS-landene i dag sliter med et for høyt pris- og lønnsnivå (se for eks. (Peeters og Reijer 2011) og (Goldman Sachs European Economic Analysis 2013)). Dette bidrar til en for svak konkurranseevne, hvilket forsinker prosessen med å skape nye og bærekraftige arbeidsplasser. Det grunnleggende problemet som må løses går derfor ut på å få til en forbedring av konkurranseevnen gjennom relativ depresiering av realvalutakursen. Dette kan skje raskt, gjennom den nominelle valutakursen, dersom et land trer ut av den monetære unionen og vender tilbake til et system med egen valuta og flytende kurs. Innenfor den monetære unionen, derimot, vil en depresiering av realvalutakursen kun skje som følge av innenlandsk prisnedgang (dvs. deflasjon), gitt at prisnivåene for de andre landene i eurosonen holdes fast.

Siden finanskrisen har man imidlertid observert at de fleste av PIIGS-landene knapt har vist tegn til deflasjon. Det har fått flere kommentatorer til å stille spørsmål ved om eurosonen som økonomisk system legger lokk på økonomiens mulighet til å regulere seg selv.

I denne artikkelen viser jeg, i tråd med en analyse i (Sinn og Wollmershauser 2012), at eurosonen som økonomisk system *gir* muligheter til slik selvregulering. Mekanismene for dette er imidlertid blitt satt til siden av den pengepolitikken som er blitt ført av den europeiske sentralbanken og som er blitt muliggjort av reglene i TARGET-systemet for oppgjør mellom land. Til slutt diskuterer jeg mulige konsekvenser av tre mulige tiltak som kan tas i bruk for å bevare den monetære union og forhindre større ubalanser i TARGET-systemet.

Før jeg går i gang med dette, er det imidlertid hensiktsmessig å forklare hvordan TARGET-systemet fungerer, og hvordan slike ubalanser kan oppstå.

# Gjeld og fordringer på TARGET-balansen

For å få klarhet i hvordan gjeld og fordringer oppstår i TARGET-systemet, ser jeg nærmere på utenriksregnskapet. Dette skal i prinsippet registrere alle pengetransaksjoner et husholdninger og bedrifter har med omverden. Generelt vil vi ha at

DR står her 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. Disse består vanligvis av gull eller andre lands valutaer.

Under et rent flytende kursregime, vil ikke sentralbanken intervenere for å stabilisere valutakursen. Reservene vil derfor være uforandret. Det betyr at et lands underskudd på driftsbalansen må bli finansiert igjennom netto kapitalimport. Tilsvarende, vil et overskudd bli finansiert ved nettokapitaleksport. Under et flytende kursregime kan imidlertid sentralbanken oppleve til dels store endringer i valutareservene, ettersom den er forpliktet til å stabilisere valutakursen til en fast pris. Under et slikt regime blir nødvendigvis resultatet på driftsbalansen motsvart av en tilsvarende negativ bevegelse i nettokapitaleksporten eller av en endring i beholdningen av sentralbankens reserver.

I utgangspunktet setter ikke fastkursregime begrensninger på hvor store et lands utenlandsreserver kan bli. Systemet vil imidlertid måtte bryte sammen dersom sentralbanken går tom for reserver, siden den da ikke lengre er i stand til å overholde sin forpliktelse om å selge valutakursen til en fast pris.

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

1. = DRI+KRI

DRI og KRI betegner her driftsbalansen og kapitalimporten til et land i eurosonen. Som vi ser av (2), fremkommer dette uttrykket ved at man tar utgangspunkt utenriksregnskapet og trekker fra driftsbalansen (DRV) og kapitalimporten (KRV) for alle landene i verden som ikkeinngår i eurosonen.

Uttrykket på venstre side av likhetstegnet (ΔTR) vil ikke tilsvare endringer i reserver i tradisjonell forstand som over (?), men er endringer i fordringer i TARGET-balansen som den nasjonale sentralbanken har ovenfor ESB. Er nivået på TR positivt, har den nasjonale sentralbanken en nettofordringsposisjon ovenfor ESB. Er nivået negativt, en nettogjeldsposisjon. Under dette systemet, vil et underskudd på utenriksregnskapet til et land i eurosonen gitt ved (DRI+KRI) bli motsvart av en tilsvarende reduksjon i TARGET-gjeldsnivået til den nasjonale sentralbanken gitt ved ΔTR. En vesentlig forskjell fra et fastkursregime (som må opphøre i det valutareservene er tømt), er at det i ESB-systemet ikke finnes noen regler som setter skranker på hvor høyt gjeldsnivået til et land i TARGET-balansen kan bli.[\*\*] INN HER – SE UNDER

Fra en investors perspektiv, peker en del faktorer i retning av at fordringer på TARGET-balansen ikke er særlig attraktive. Fordringene er riktignok rentebærende (lik ESBs rente på refinansieringslån) men regelverket i ESB-systemet gir ingen formelle innløsningsmuligheter. Videre er fordringene usikret. Ser vi dette i forhold til USA og tilsvarende regelverk i Federal Reserve (FED), oppdager vi at man der *har* et regelverk der nettogjelden til de 12 regionale distriktssentralbankene har en rente på hele 6 prosent og blir automatisk klarert en gang i året, gjennom sikring i gullsertifikater og ande lett omsettelige verdipapirer.

(Sinn og Wollmershauser 2012) skriver i sin artikkel at årsaken til at regelverket i eurosonen er såpass forskjellig fra Federal Reserve på dette vesentlige punktet, trolig skyldes at de som satte opp systemet ikke forestilte seg at systemet kunne generere så store ubalanser som vi har observert. Mindre ubalanser ble derimot vurdert som formålstjenelige, ettersom de kunne fungere som buffere mot kortvarige likviditetsproblemer mellom forretningsbankene i eurosonen.

Sett inn figur 3 omtrent her.

Som vi ser av figur 3, oppstod det heller ikke store ubalanser i TARGET-systemet før finanskrisen i 2007. Etter krisen utviklet det seg derimot store ubalanser. Av figuren, ser vi tyske Bundesbank ved slutten av 2012 har fordringer på sin TARGET-balansen på 738 milliarder euro. Dette utgjør en stor andel av den akkumulerte gjelden til PIIGS-landene, som i slutten av perioden har en TARGET-gjeld på 977 milliarder euro. For å sette dette i perspektiv, kan man nevne at de demokratiske offisielle hjelpepakkene er kommet opp i 346 milliarder. Tysklands fordringer i utgangen av 2012, viser seg dessuten å være omtrent like stort som nettooverskuddet de har på driftsbalansen innad i eurosonen fra 2008 og fram til i dag.

FLYTTE DETTE AVSNITTET OPP TIL [\*\*] OVER? Regelverket for TARGET-systemet innebærer at det ikke finnes formelle regler for å misligholde gjeld, så lenge man er medlem i den monetære unionen. Dersom det et land trer ut av systemet, eller ved en totalkollaps, vil den nasjonale selvbestemmelsesretten derimot i prinsippet gjør det mulig for de nasjonale sentralbankene å misligholde gjelden. Systemet er videre utformet slik at tapene ikke blir bestemt basert på fordringer på TARGET-balansen, men på eierandelene har de nasjonale sentralbankene i ESB systemet. Eierandelen avhenger igjen av folketall og størrelse på et lands økonomi.

(Sinn og Wollmershauser 2012) tolker ubalansene i TARGET-systemet som en konsekvens en klassisk betalingskrise i utenrikshandel mellom land. De mener derfor at Bretton Woods-systemet kan fungere som en klargjørende parallell.

# Bretton Woods-systemet som parallell

Bretton Woods-systemet var en internasjonal pengepolitisk avtale i etterkant av Andre verdenskrig mellom USA og andre allierte. Avtalen 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 forstå 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, en forretningsbank 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, å importere varer og tjenester og foreta kapitalinvesteringer i Vest-Tyskland.

Transaksjonskjeden starter ved at FED trykker opp et beløp på $100. Sentralbankens to hovedkanaler for å påvirke realøkonomien går gjennom tilbud av refinansieringslån til forretningsbankene og åpne markedsoperasjoner. I figur 4 tenker vi 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 $75 gjennom sin forretningsbank. Forretningsbanken på sin side finansierer dette gjennom et refinansieringslån i sentralbanken. Etter disse transaksjonene står husholdningen igjen med en økning i likvide midler på 100$.

Den andelen av økningen i basispengemengden som benyttes i transaksjoner med et annet land, kaller vi *penger utenfor landets grenser*. I figur 4 antar vi at dette utgjør hele økningen, siden $100 går til transaksjoner med Vest-Tyskland. For eksempel blir 75$ benyttet til bilkjøp og $25 til direkte utenlandsinvesteringer (FDI) som kjøp av eiendom.

Siden det er kostbart for økonomiske agenter å holde likvider (pga. tapte renteinntekter), vil husholdningen i Vest-Tyskland ønske å kvitte seg med disse midlene. Dette skjer først ved at den benytter fastkursregimets innløsningsmulighet til å veksle dollar om til tyske mark til en innløsningskurs på ¼, for deretter å sette dette inn på konto i sin forretningsbank. Forretningsbankene velger så å sette beløpet inn på 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, med tilhørende reserveoppbygging, kom etter hvert til å resultere i at hele Bretton Woods-systemet kollapset: Økningen i basispengemengden var nemlig mye sterkere i USA enn for de andre landene i samarbeidet. USA kunne derfor i en lengre periode finansiere en stor andel av sitt underskudd på utenriksregnskapet gjennom pengetrykking. Konsekvensen av dette ble at store dollarreserver akkumulerte seg i de andre landenes nasjonale sentralbanker. Reserver som sentralbankene i et sluttoppgjør enten kunne benytte til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner eller innløse mot gull.

Det ble etter hvert åpenbart at de store dollarreservene ikke lengre kunne anses som troverdige fordringer på gull, simpelthen fordi reservene var langt større i verdi enn USAs gullreserver. Den franske presidenten Charles de Gaulle fremsatte snart en trussel om å omgjøre de franske dollarreservene til gull. Som et tilsvar valgte President Nixon 1971 å suspendere innløsningsmuligheten, og han oppløste dermed i praksis 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 det samarbeidet. Vesentlige punkter:

* Mellom landene i eurosonen er ”fastkursforholdet” 1:1.
* Penger utenfor landets grenser med tilhørende reserveoppbygging klareres ved at ESB endrer TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene.
* Det meste av pengetransaksjoner skjer i dag elektronisk (dvs. man benytter TARGET-systemet, eller det nylige tekniske forbedrede TARGET 2-systemet).[[2]](#footnote-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 særlig viktige her. At systemet er uten innløsningsmuligheter eller budsjettmessige skranker, betyr at det ikke automatisk bryter sammen dersom et land over lengre tid, får finansiert deler av underskuddet på utenriksregnskapet gjennom 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

Gitt dette, kan det vises at prosessen med penger utenfor landets grenser også kan inntre i eurosonen. Se Figur 5.

Sett inn figur 5 omtrent her.

De realøkonomiske transaksjonene i denne figuren er de samme som det som ble vist for Bretton Woods-systemet. Landene er imidlertid endret til Hellas og Tyskland og beløpene er i euro. I tråd med likning (2), inngår ESB nå som en egen enhet som klarerer systemet ved å endre TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene. Den vesentlige forskjellen mellom figur 4 og 5 er derfor i det siste leddet i transaksjonskjeden. Betalingssystemet klarerer den økte mengden basispengemengden fra den greske nasjonale sentralbanken ved at Bundesbank øker sine fordringer på TARGET-balansen på 100 euro. Dette er motsvart av en tilvarende økning i den greske nasjonalbankens sin gjeld. Som et resultat av dette vil basispengemengden for hele eurosystemet bli holdt uendret.

ESBs erklærte pengepolitikk skal være lik for alle landene som inngår i eurosonen. Man kan derfor stusse litt over hvor realistisk eksemplet ovenfor er, der økningen i basispengemengden kun har utgangspunkt i den greske økonomien. For å kunne forklare dette kan vi 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 refinansieringsrente, sikkerhetskrav og likviditetsskranker.

Vi antar at forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader. Det betyr at de vil velge å finansiere seg ved bruk av ”kredittkortet” til ESB vare dersom lånekostnadene her er lavere enn i interbankmarkedet. I interbankmarkedet 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 interbankmarkedet. Derrmed kan vi konkludere med at penger utenfor landets grenser kan oppstå i eurosonen som i Bretton Woods-systemet.

Det er imidlertid ikke slik at penger utenfor landets grenser, som vi til nå har fokusert på, trenger å være en direkte følge av en initial økning i basispengemengden. En annen variant er at dette kan komme av endrede preferanser for i 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 vil den bli tvunget til å ta opp et refinansieringslån i den greske sentralbanken på 50 euro. Det må bety at mengden basispenger utstedt av den greske nasjonalbanken øker. Den tyske forretningsbanken mottar på sin side 50 euro gjennom 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 er blitt reist mot (Sinn og Wollmershauser 2012), er at de i for stor grad har tolket ubalansene i TARGET-systemet som en følge av at PIIGS-landene har fått finansiert sine underskudd på driftsbalansen, og ikke tatt høyde for slik kapitalflukt (se for eks. (Bindseil og Koenig 2011) og (De Grauwe og Ji 2012)). Den kritikken behøver imidlertid ikke å bety så mye når det gjelder svakhetene ved TARGET-systemet. Det forutsetter imidlertid kjennskap til underliggende årsaker til endrede innskuddspreferanser.

Dersom endringen ikke er knyttet opp mot husholdningens vurdering av forretningsbankenes soliditet, kan man tolke endringen i preferanser (?) som at TARGET-systemet har fungert som en sentral som forhindrer unødvendige likviditetskriser mellom forretningsbankene. Skyldes derimot de endrede innskuddspreferanser sviktende tillit forretningsbankenes soliditet, da er situasjonen en helt annen. TARGET-systemet vil i så fall i Figur 5 ha overført risiko fra innskyteren til de nasjonale sentralbankene: Den greske husholdningen vil, som følge av omplasseringen, ha kvittet seg med den risiko som de 50 euroene representerte på den greske forretningsbankens eiendelsside og overført denne til den den tyske.[[3]](#footnote-3) ESB respons, ved å tilby refinansieringslån, gjør at risikoen som den greske husholdningen var eksponert mot er blitt overført til den greske sentralbanken.[[4]](#footnote-4) Gjennom sluttoppgjøret til ESB, får deretter denne økt sin gjeld ovenfor Bundesbank. 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 svekkes. Vi snakker her altså om en regning som til slutt trolig må/kan komme til å berøre de gjenværende lands enkelte 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 av sentralbankens pengepolitiske operasjoner og dens respons på kapitalflukt. Vi antar nå at dette utgjør de to hovedkildene til penger utenfor landets grenser. Videre, antar vi, 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 ESBs pengepolitikk påvirker eursonen som økonomisk system.

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

1 betegner initialperioden 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 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 gjennom økt underskudd på driftsbalansen, økt nettokapitaleksport eller som en kombinasjon.

## To spesialtilfeller

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

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. 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 følge av fall i etterspørselen, og på lengre sikt ved at realvalutakursen fungerer som en klareringsmekanisme. Det belyser et interessant poeng, siden en her ser den markedsregulerende mekanismen for driftsbalansen mellom land. Men, som vi ser, vil en økning i TARGET-gjelden sette den 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.[[5]](#footnote-5)

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

(6)

Tolkningen av (6) er at TARGET-gjelden i perioden har medført en kapitalflukt siden den har fullfinansiert nettokapitaleksporten. Uten en slik TARGET-gjeld, dvs. dersom 0, måtte nettokapitalflukten 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.

Med bakgrunn i likevektsbetingelsene omtalt her konkluder (Sinn og Wollmershauser 2012) med at den sterke økningen i TARGET-gjelden for PIIGS landene og som muliggjort av ESBs kredittpolitikk, *må ha forårsaket* enten en forverring av landenes konkurranseevne eller en kapitalflukt, eller en kombinasjon av begge.

# ESBs pengepolitikk og TARGET-balansen til PIIGS-landene

Utviklingen i TARGET-gjelden for PIGS-landene (Italia er utelatt) fra utgangen av 2007 og frem 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 hvilken grad TARGET-gjelden og nettokapitalimporten i perioden etter finanskrisen har bidratt til å finansiere underskuddet på driftsbalansen.

Sett inn figur 7 omtrent her.

I perioden fra 2007 til 200 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 frem 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 frem 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 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, Irland 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 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 likevektsmekanismene diskutert under første spesialtilfelle i forrige avsnitt, er det mulig å tolke disse tallene som at ESBs pengepolitikk for perioden gjennom økt etterspørsel har redusert 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 i forhold til krisen i Irland. Det kan gi støtte for å hevde at de stabiliserende mekanismene for driftsbalansen i mindre grad ble satt til side for 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 den pengepolitiske unionen bryter sammen.

I lys av likevektsbetingelsen for finans- og kapitalmarkedene nevnt under andre spesialtilfelle over, er det mulig å tolke disse tallene som at det er ESBs liberale kredittpolitikk som har forårsaket en nettokapitalflukt fra disse landene. En økonomisk tolkning som er gitt i (Sinn og Wollmershauser 2012) går ut på at billig refinansieringslån fra de nasjonale sentralbankene har utkonkurrert privat kapital. Dette som en følge av at investors krav til rente og risikopremie har vært høyere enn ESBs krav til 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 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 følge av den kredittdrevne ekspansjonen etter innføringen av euroen og (2) de vurderinger ble gjort under avsnittet om TARGET-gjeld og markedspriser. På denne bakgrunnen kan man konkludere med at ESBs pengepolitikk etter finanskrisen har fungert som smertestillende tabletter: Den har kjøpt tid og døyvet smerten, men har ikke gjort noe med det grunnleggende problemet, som er å få til en forbedring av disse landenes konkurranseevne gjennom en relativ depresiering av realvalutakursen.

Siden TARGET-systemet er uten skranker på fordringer og gjeld, kan denne prosessen i teorien kunne fortsette, med den konsekvens at TARGET-gjeldene for de kriserammede landene fortsetter å øke. Følgelig vil problemet med landenes for sterke realvalutakurs stå uløste også fremover.

De manglende innløsningsmulighetene og sikkerhetsstillelsene 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 for å bremse opp eller redusere ubalansene i TARGET-systemet.

# Alternativ 1: Tilbake til markedene

Dette går ut på å bremse prosessen med penger utenfor landets grenser for de landene som i dag har store underskudd på TARGET-balansen. Som vist i figur 4 og 5 er disse pengene et resultat av en økning i basispengemengden fra de nasjonale sentralbankene. Denne økningen kan, som vi husker, kontrolleres gjennom krav som settes for refinansieringslån til forretningsbankene.

Ved finansiering i interbankmarkedet, vil utlånsrenten til forretningsbankene avhenge av risikopremien i kapitalmarkedet. Denne premien varierer i takt med investorenes oppfatninger om bankenes soliditet. En konsekvens av evt. strengere krav fra ESB for refinansieringslån til disse landene, vil derfor trolig bli at disse landene får oppleve en kredittkontraksjon (kun låneprosjekter med høy lønnsomhetsprofil blir realisert). På en annen siden, vil dette bidra til å redusere ubalansene i TARGET-systemet, ved at økte renter kan trekke utenlands kapital tilbake, og ved at en kontraksjon i kreditt fører til redusert etterspørsel og på sikt lavere priser. Konsekvensen av dette kan forventes å bli en bedring av landenes driftsbalanse kombinert med en tilhørende styrking av 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 aktørene tvunget til å konfrontere problemene nå, fremfor å kunne fortsette å kjøpe seg tid i bytte mot større ubalanser som i dag. 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 en deflasjonspolitikk som beskrevet over 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 er de mer solide forretningsbankene i Nord-Europa som søker finansieringen i de nasjonale forretningsbankene. Dette kan la seg gjøre ved at man setter en svært lav refinansieringsrente (dvs. nær null) og innskuddsrente (negativ), høye krav til sikkerhet og vide likviditetsskranker: Vi ender da trolig med at det kun 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 dermed pengemengden 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, gjennom økt inflasjon for land med fordringer. For den andelen basispenger som blir benyttet utenfor landets grenser, vil effektene være på linje med de resultater som er blitt diskutert tidligere, men slik at prosessen reversers.

Dermed er det blitt redegjort for en politikk hvor ESB kan bidra aktivt til å redusere de ubalansene den selv tidligere har påført TARGET-systemet.

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

Dersom det skulle oppstå en erkjennelse av nødvendigheten av en slik ny politikk, kan en spørre seg om den i hele tatt er politisk gjennomførbart. Den 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

Her samles begge tiltakene over, en intervensjon og en gradvis nedbygging av de frie kapitalbevegelsene mellom landene i eursonen.. Dette inkluderer 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 redusere spreaden mellom landenes statsobligasjoner. Det inkluderer også planlagte programmer som dannelsen av en europeisk bankunion med overføringsmekanismer og innføring av euro-obligasjoner for finansiering av statsgjeld lar.

Om enn svært forskjellig i karakter, har alle disse tiltakene som fellesnevner at de sørger for reprising av risikopremien i kapitalmarkedet, enten for finanssektoren eller for statlig finansiering. Populariteten, til mange av disse forslagene synes å være basert på en overbevisning om at de vil gi 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 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 en sviktende evne i det private kapitalmarkedet til å allokere kapital effektivt. Har derimot det private markedet gode allokeringsegenskaper, så er det risikopremien som utgjør den nødvendige mekanismen for å fordele kapital til de områder av økonomien hvor det kaster mest av seg. En full innføring av dette alternativet, innebærer derfor at man i stor grad opphever denne mekanismen og erstatter den med overnasjonale organer. Dersom disse organene ikke gjør en bedre jobb enn markedet, vil det realøkonomiske bidraget bli at vekstevnen i eurosonen kan svekkes, og at man i tillegg til det eksisterende TARGET-systemet, har etablert nok en mekanisme (udemokratisk, lyssky, ustabil??) for overføring av resurser mellom land.

# 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.

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

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



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



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



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



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)



1. En takk til Stefanie G. Fernandez, Georg Rabl, Elisabeth Holvik, Per Botolf Maurseth og Erling Steigum for gode innspill og kommentarer til denne artikkelen. [↑](#footnote-ref-1)
2. Denne omleggingen har ingen betydning for de resultatene som blir diskutert i denne artikkelen. [↑](#footnote-ref-2)
3. Mellom landene i eurosonen finnes det i dag ingen felles regler for innskuddsgarantier. [↑](#footnote-ref-3)
4. Den responsen vil også kunne begunstige den greske forretningsbankens nåværende innskytere og obligasjonsholdere. Dette fordi et eventuelt tap eller konkurs hos forretningsbanken nå vil bli delt sammen med den greske nasjonale sentralbanken. [↑](#footnote-ref-4)
5. De selvregulerende mekanismene for driftsbalansen mellom land under et troverdig fastkursregime har vært kjent lenge og ble drøftet allerede av 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-5)