TARGET: En tsunami av usikret gjeld

**Av Jørn I. Halvorsen**

**Førsteamanuensis, Institutt for samfunnsøkonomi.**

**Handelshøyskolen BI[[1]](#footnote-1)**

# 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 mellom landene i eurosonen. Men i løpet av de siste årene har professor Hans-Werner Sinns økonomiske tolkninger av tall som han egenhendig har generert fra dette betalingssystemet blitt debattert mye i akademiske miljøer og internasjonal finanspresse. En debatt som i stor grad vært preget av politisk støy, uklarheter og missoppfatninger; og kanskje derfor i liten grad berørt det hjemmelige mediebildet. Med denne artikkelen ønsker jeg å gi en oversikt over hvordan regelverket for oppgjør som gjeldet for TARGET-systemet har påvirket eurosonen som økonomisk system. I tråd med den analysen som er gitt i (Sinn og Wollmershauser 2012), forklarer jeg her hvordan TARGET-systemet bidrar til å gjøre eurosonen som økonomisk system ustabilt. Dette som en konsekvens av at systemet åpner for muligheten til å sette markedets selvregulerende mekanismer for driftsbalansen ute av spill. Ikke nok med det, TARGET-systemet har også, spesielt de siste årene, muliggjort en overføring av risiko i storstilt stil fra investorer og over til de enkelte lands nasjonale sentralbanker, og som konsekvens trolig utgjøre en framtidig belastning for enkelte lands skattebetalere.

# Introduksjon

I medierapporteringen om eurokrisen her hjemme har dekningen i stor grad omhandlet den offentlige gjeldskrisen i Europa. Mer konkret har dekningen vært rettet inn mot de offentlige finansene i eurosonen til de såkalt PIIGS-landene (Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania). Mange av disse landenes offentlige gjeld som andel av BNP utviklet seg svært negativt etter finanskrisen i USA som startet opp i 2007 (se figur 1). Som følge av denne utviklingen kombinert med pessimistiske framtidsutsikter, startet mange internasjonale investorer å tvile på disse landenes evne til å kunne tilbakebetale sin gjeld med den følge at de forlangte en mye høyere risikopremie på landenes statsobligasjoner (se figur 2).

En slik utvikling kan fort føre til en selvoppfyllende profeti, siden økt premie i seg selv gjør det enda vanskeligere å betale gjelden da det følger økte utgifter med nye låneopptak og rullering av gammel gjeld. For å forhindre 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 igjennom de såkalte OMT (Outright Monetary Transactions) programmet.

Sett inn figur 1 omtrent her.

Sett inn figur 2 omtrent her.

Men en isolert en analyse av PIIGS-landene offentlige gjeldskrise gir langt fra et heldekkende bilde av den dramatiske situasjonen i eurosonen. Landene lider også under en sterk grad av ubalanser i utenriksøkonomien. Den vanlige forklaringen som blir gitt på hvorfor disse ubalansene kunne utvikle seg er knyttet til rentespreaden på statsobligasjoner etter innføringen av euroen i 2002. Risikopremien som finansmarkedene krevde for å investere i de nå kriserammede landene falt, og ble nærmest borte vurdert opp mot tyske statsobligasjoner i den første fasen av pengeunion (figur 2). Privat kapital tilfløt landene i store beløp og ga støtet til en kredittfinansiert høykonjunktur. Under denne konjunkturoppgangen ble landenes underskudd på driftsregnskapet nærmest fullfinansiert av nettokapitalimport. Ekspansjonen førte videre med seg økte priser og lønninger kombinert med en sterk grav av missallokering av ressurser i økonomien.

Finanskrisen som startet opp i USA sommeren 2007 og den etterfølgende kollapsen i interbankmarkedet markerte slutten for landenes mulighet til å hente billig kapital i utlandet. Kravene til risikopremie ble etter dette gradvis høyre, og private investors låneiver ble kraftig redusert. Som en konsekvens av den mangelfulle finansieringen kom etter hvert myndighetene på banen med ulike hjelpepakker med det mål om å opprettholde stabiliteten i finanssektoren. Ganske nylig har disse tiltakene blitt institusjonalisert ved at kriserammede land kan søke finansiell støtte igjennom ESM (European stability mechanism).

På bakgrunn av denne situasjonsbeskrivelsen, er sitasjonen i dag at de kriserammede PIIGS landene lider under et for pris- og kostnadsnivå (see (Peeters og Reijer 2011)). Det grunnleggende problemet som må løses er derfor å få til en snarlig endring i landenes prisbytteforhold i forhold til omverden. Som det ofte blir påpekt, vil en slik endring kunne skje nærmest over natten igjennom den nominelle valutakursen for de av landene som trer ut av den monetære unionen og vender tilbake til sin tidligere valuta. Innenfor den monetære union, derimot, vil en forbedring i konkurranseevnen kun skje som en følge av innenlandsk deflasjon, dersom vi legger til grunn at prisnivåene i de andre landene holdes konstant. Det man hittil har observert er derimot at de fleste av PIIGS-landene i etterkant av finanskrisen i USA knapt har vist noe som helst tegn til deflasjon. Det har fått kommentatorer til å stille spørsmålet hvorvidt eurosonen som økonomisk system legger lokk på økonomiens egne selvregulerende mekanismer.

Jeg ønsker nå i denne artikkelen først vise at eurosonen som økonomisk system har iboende muligheter til selvregulering, men at disse mekanismene er blitt satt til siden av den pengepolitikken som den europeiske sentralbanken har ført. Denne politikken har vært mulig grunnet de regler for oppgjør som gjelder i TARGET-systemet. Et regelverk som trolig har virket ødeleggende for den økonomiske utviklingen i de nå kriserammede landene; siden det har økt og dermed også utsatt de økonomiske ubalansene som gjelder mellom landene i eurosonen. TARGET-systemets utforming vil framover være en kilde som vil øke konfliktnivået mellom landene i eurosonen. Dette fordi systemet på en finurlig måte har egenskapene til å overføre risiko fra investorer til de nasjonale sentralbankene. Det vil kunne påvirke landenes framtidige offentlige budsjettbetingelser, og som konsekvens utgjøre en belastning for de enkelte lands skattebetalere. Til slutt i denne artikkelen vil jeg vurdere tre alternativer som alle har til hensikt å forhindre større ubalanser i TARGET-systemet, dersom formålet er å bevare den monetære unionen. Før vi går i gang med alt dette, er det nødvendig først å gi en beskrivelse av hvordan TARGET-systemet i dag fungerer.

# TARGET-balansen for gjeld og fordringer

Før vi ser på hvordan gjeld og fordringer oppstår i TARGET-systemet, virker det trolig klargjørende første å vise hvordan utenriksregnskapet ser ut for et land med flytende valutakurs. I prinsippet skal dette regnskapet registrere samtlige pengetransaksjoner som et lands innbyggere har med omverden. Under flytende kurs vil følge definisjonssammenheng gjelde:



DR står her for driftsbalansen eller driftsregnskapet ovenfor utlandet. Den registrerer for en bestemt tidsperiode transaksjoner i form av kjøp og salg av varer og tjenester et lands innbyggere og offentlige myndigheter har med omverden. I tillegg inngår også landets nettofinansinntekter i form av rentebetalinger og stønader. Differansen mellom innbetaliner og utbetalinger på driftsbalansen må

motsvares av en netto finansstrøm gitt ved KR. KR står for nettokapitalimporten, og måler

nettoendringer som oppstår i landets fordrings- og gjeldsposisjoner som en følge av kjøp og salg av finansstørrelser med omverden. Disse finansstørrelsene er vanligvis i kortsiktige og langsiktige verdipapirer og direkte utenlandsinvesteringer.

Siden (1) utgjør en definisjonssammenheng, vil det alltid gjelde at et lands underskudd på driftsbalansen må bli finansiert av netto kapitalimport. Tilsvarende vil et overskudd på driftsbalansen føre til en netto kapitaleksport. For Norges del, er det kjent at vi som en konsekvens av de høye inntektene fra oljeproduksjonen over en lenger periode nå har hatt et overskudd på driftsbalansen.

Dette overskuddet har blitt motsvart av en nettokapitaleksport som i stor grad har igjennom statens

pensjonsfond utland gått til å kjøpe av utenlandske aksjer, obligasjoner og eiendom.

Dersom et land operer under et fastkurs regime, er det vanlig å skille ut sentralbanken som egen enhet i utenriksregnskapet. Dette fordi sentralbanken under et slikt regime blir en aktør i valutamarkedet ved at den er pålagt å tilby landets egen valuta til en fast pris. Definisjonssammenhengen som gjelder for

utenriksregnskapet vil i dette tilfelle kunne uttrykkes som

Hvor ΔRES står for endringene i utenlandsreservene. Vanligvis i form av endring i gullreservene eller en beholdning av andre lands valutaer. I motsetning til (1), forteller definisjonssammenheng (2) at et

overskudd på driftsbalansen ikke nødvendigvis behøver å bli motsvart av en like stor økning i

nettokapitaleksporten. Potensielt vil den også ha mulighet til å endre beholdningen av sentralbankens egne reserver. Videre bør man være klar over at fastkurs regimet ikke setter noen begrensninger på hvor store utenlandsreserve kan bli. Systemet vil imidlertid måtte opphøre den dagen sentralbanken går tom for valutareserver siden den da ikke lengre vil være i stand til å overholde sin forpliktelse om å selge valutakursen til en fast pris.

Det er også mulig å beskrive formelt definisjonssammenhengen som gjelder for utenriksregnskapet mellom landene internt i eurosonen. Inkluderer vi her kun de transaksjoner som skjer elektronisk, og

som en konsekvens derfor blir registrert i TARGET-systemet, vil vi ha at

ΔTR står her for endringer i TARGET-gjeldsnivået til den nasjonale sentralbanken som inngår i

eurosonen. Er dette nivået negativt, vil det dreie seg om fordringer og ikke gjeld. I dette systemet ser

vi at et underskudd på utenriksregnskapet i eurosonen gitt ved (DR+KR) motsvares av en økning i

TARGET-gjeldsnivået gitt ved ΔTR. I kontrast til fastkurs regime som vil måtte opphøre i det

valutareservene blir tømt, finnes det i ESB systemet ingen regler som setter noen skranker på hvor

høyt TARGET-gjeldsnivået til en nasjonal sentralbank kan bli.

Fra en investors perspektiv vil ikke eierrettigheter til fordringer i TARGET-systemet være noen

favoritt. Disse elektroniske fordringer er riktignok rentebærende, men som en konsekvens av

regelverket som gjelder for TARGET-systemet er fordringene usikret, står uten formelle

innløsningsmuligheter og har en rente som tilsvarer ESBs rente på refinansieringslån. Dette poenget er

interessant. For Federal Reserve i USA er regelverket utformet slik at gjeld for de 12 regionale distriktssentralbankene må sikres i form av gullsertifikater og ande lett omsettelige og sikre verdipapirer.

(Sinn og Wollmershauser 2012) forteller i sin artikkel at årsaken til at regelverket som gjelder for

TARGET-systemet i eurosonen ble utformet forskjellig fra Federal Reserve trolig skyldtes at de som satte opp systemet ikke så for seg at system kunne generere store ubalanser. Små ubalanser i et slikt betalingssystem var derimot vurdert som formålstjennelige siden det fungerte som buffere mot kortvarige likviditetsproblemer som kunne oppstå mellom forretningsbankene i eurosonen. Som vi ser

av figur 3

Sett inn figur 3 omtrent her.

var store ubalanser i systemet helle ikke tilfelle forut for finanskrisen i USA som startet opp i 2007.

Etter krisen utviklet det seg derimot store ubalanser i systemet. Av figuren går det fram at Tyskland

representert ved Bundesbank har fordringer på sin Target balanse i slutten av 2012 på 762 milliarder

euro. Dette beløpet utgjør en stor andel gjelden til PIIGS-landene som i slutten av perioden har

akkumulert gjeld på 977 milliarder euro. For å sette dette tallet i perspektiv, kan man nevne at de totale

hjelpepakkene som er gitt de kriserammede lånene igjennom offisielle kanaler nå er kommet opp i 386

milliarder. Videre viser Tysklands TARGET-fordringer på 762 milliarder seg å være omtrent like stort som nettoverskuddet de opparbeidet seg på driftsbalansen i eurosonen fra 2008 og fram til i dag.

Som det vil fremkomme av analysen senere i denne artikkelen, vil et norsk medlemskap i eurosonen sannsynlig ført til at deler av det som i dag utgjør statens pensjonsfond utland i stedet hadde

havnet som fordringer i TARGET-systemet. En pekepinn på dette kan man også få ved å studere

Finland, som i slutten av perioden har registrert fordringer på TARGET-systemet på 63 milliarder euro.

Nå er riktignok regelverket til ESB for TARGET-systemet bygget opp slik at det ikke finnes formelle muligheter til å misligholde sin gjeld så lenge man er medlem i den monetære union. Men i det et land trer ut av pengeunion eller ved en kollaps av hele systemet vil den nasjonale selvbestemmelsesretten gjør det mulig for de nasjonale sentralbankene å misligholde gjelden. Videre er systemet utformet slik

at tapene blir fordelt basert på eierandelene som de landene som er igjen i den monetære union har i

den ESB, og ikke de opparbeidede fordringer på Target balansen. Denne eierandelen er bestemt av folketallet og størrelsen på landenes økonomi.

(Sinn og Wollmershauser 2012) tolker ubalansene i TARGET-systemet som et resultat av en klassisk betalingskrise når det gjelder utenrikshandelen mellom land. Av den grunn kan det pengepolitiske

Bretton Woods-systemet fungerer som en klargjørende parallell. La oss derfor nå se nærmere på drivkreftene bak uviklingen i 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 nasjonale sentralbankene i systemet til en fast innløsningskurs når det gjaldt verdien av dollar i forhold til gull.
* De andre landene skulle sørge for at sin valutakurs stod i et nært fast forhold (+/- 1 prosent) til dollaren.
* Det ble ikke lagt noen direkte restriksjoner på pengemengdeveksten til enkeltlandene.

Den første fasen av dette systemet blir vanligvis betegnet som noenlunde vellykket. Fra 1958 og framover oppstod det i systemet derimot betydelige ubalanser. For å forstå den bakenforliggende årsaken til disse ubalansene må man kjenne til hvordan *utvendige penger* tilfaller et lands økonomi. Figur 4 viser en kortfattet beskrivelse av en slik prosess for en stilisert økonomi.

Sett inn figur 4 omtrent her.

Jeg antar her at økonomiene til USA og Vest-Tyskland er lar seg representere ved en husholdning, forretningsbanker og en nasjonal sentralbank (Federal Reserve for USA og Bundesbank for Vest-Tyskland). Tallene som inngår i balansene gir uttrykk for endringer. De er ment å illustrere igjennom en kjede av transaksjoner hvordan det er mulig for en husholdning i USA igjennom pengetrykking fra FED å importere varer og tjenester samt foreta kapitalinvesteringer i Vest-Tyskland.

Transaksjonskjeden startet ved at Federal Reserve trykker opp penger tilsvarende et beløp på 100$. Sentralbankens to hovedkanaler for å påvirke realøkonomien går igjennom å tilby forretningsbankene refinansierings kreditt eller ved å foreta åpne markedsoperasjoner. For figur 4 legger vi til grunn at som et resultat av åpne markedsoperasjoner får husholdningen tilført likvider på 25$ basert på salg av egen beholdning av statsobligasjoner. Husholdningen får videre tilgagn til et lån på 75$ igjennom sin forretningsbank. Et lån som forretningsbanken på sin side finansierer igjennom et refinansieringslån i sentralbanken. Etter disse transaksjoner står derfor husholdningen igjen med en økning i likvide midler på 100$ til fri avbenyttelse forårsaket av en økning i basispengemengden til den nasjonale sentralbanken på 100$.

Den andelen av basispengemengden som benyttes i transaksjoner med et annet land er hva vi definerer som utvendige penger. I eksemplet har vi antatt at dette utgjør hele økningen i basispengemengden, siden alt går til transaksjoner med Vest-Tyskland. Mer konkret tenker vi oss at 75$ blir benyttet til kjøp av en båt mens det resterende beløpet på 25$ går til direkte utenlandsinvesteringer (FDI) for eksempel ved kjøp av eiendom.

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

Prosessen med utvendige penger fra USA kom etter hvert til å resultere i at hele Bretton Woods-systemet kollapset. Dette fordi økningen i basispengemengden var mye sterkere i USA enn hva som gjaldt for de andre land som inngikk i systemet. USA kunne derfor i en lengre periode finansiere en stor andel av sitt høye underskudd på driftsbalansen igjennom pengetrykking. Konsekvensen av dette var at store reserver av dollar etter hvert akkumulerte seg opp i de andre landene sin nasjonale sentralbanker. Reserver som sentralbankene i sluttoppgjøret kunne benytte enten til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner eller benytte den faste innløsningskursen mot gull.

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

# Forskjeller mellom Bretton Woods-systemet og Eurosonen

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

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

De tre sist punktene kan vi dvele litt nærmere ved. At systemet er uten innløsningsmuligheter og budsjettmessige skranker betyr at systemet i motsetning til under Bretton Woods-systemet ikke automatisk bryter sammen dersom et land finansierer underskuddet på utenriksregnskapet igjennom en økning i basispengemengden. Når det gjelder det siste punktet, kan man merke seg ESB styret bygd opp rundt nasjonal representasjon hvor hvert land har én stemme. Per dags dato har de landene som har gjeld på TARGET-systemet i flertall. De formelle retningslinjene for utøvelse av pengepolitikk tilsier dog at representantene i ESB styret ikke skal ta nasjonale hensyn ved stemmegivning over sentralbankens pengepolitikk.

# Utvendige penger i TARGET-systemet

Når deg gjelder utvendige penger til et land i TARGET-systemet, er de illustrert figur 5.

Sett inn figur 5 omtrent her.

De realøkonomiske transaksjonene nøyaktig de samme som i den stiliserte økonomen som ble beskrevet for Bretton Woods-systemet. Landene er imidlertid endret til å omhandle økonomiene til Hellas og Tyskland og beløpene er i euro. Den vesentlige forskjellen mellom de to stiliserte eksemplene er i det siste leddet av transaksjonskjeden. Sluttoppgjøret mellom de nasjonale sentralbankene skjer i dette tilfelle igjennom ESB. Som det kommer til uttrykk i likning (3), blir betalingssystemet klarert ved at Bundesbank øker sine fordringer på TARGET-balansen på 100 euro, motsvart av en tilvarende økning i den greske nasjonalbankens sin gjeld. Som et resultat av denne klareringen vil basispengemengden for holde eurosystemet bli holdt uendret.

Den erklærte pengepolitikken til ESB går ut på at politikken skal være den samme for alle som inngår i eurosonen. Av den grunn kan man kanskje stusse over hvor realistisk eksemplet ovenfor er som tilsier at økningen i basispenger kun har sitt utgangspunkt i den greske økonomien. En forenklet bildet som en kan benytte for å få klarhet i dette er å tenke seg at de nasjonale forretningsbankene har tilgang til finansiering igjennom både kapitalmarkedet (dvs. obligasjons- og interbankmarkedet) og et ”kreditkort” utstedt av ESB. ”Kreditkortet” gir adgang til å skape elektroniske penger ut av intet; dog med restriksjoner i form av en refinansieringsrente, pantekrav og likviditetsskranker.

Vi legger videre til grunn at forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader. Av dette følger det at forretningsbankene vil velge finansieringen til ”kredittkortet” til ESB dersom lånekostnadene her er lavere enn det som gjelder i kapitalmarkedet. I kapitalmarkedet vil finansieringskostnaden inneholde en risikopremie som typisk vil inneholde en vurdering av investorene om bankens soliditet. Anses den tyske forretningsbanken som mer solid enn den tyske, vil den oppnå en lavere risikopremie i kapitalmarkedet. På bakgrunn av dette kan man forestille seg en løsning i eksemplet hvor den greske forretningsbanken finansierer seg igjennom sin nasjonale sentralbank ved bruk av ”kredittkortet” til ESB, mens den tyske forretningsbanken finansierer seg i det private kapitalmarkedet. Vi ser av dette at også i eurosonen, som i Bretton Woods-systemet, vil utvendige penger enkelt kunne oppstå.

I den debatten som oppstod etter at Sinn offentligjorde sine tall over de ubalansene som hadde blitt generert i TARGET-systemet, har det blitt argumentert for at det å innføre skranker på TARGET-balansen strider mot selve ideen bak en monteær union. Slike skranker vil i prinsippet være et hinder for at aktører skal kunne stå fritt til å flytte penger mellom forretningsbankene i eurosonen (se for eks. (Bindseil og Koenig 2011). For å vurdere dette nærmere, er det greit i nok en gang gripe tilbake til et eksempel som viser endringene i balansene for en stilisert økonomi.

Sett inn figur 6 omtrent her.

For figur 5 tenker vi oss at transaksjonskjeden starter først ved at husholdningen i Hellas endrer sine likviditetspreferanser. Som en konsekvens overfører husholdningen 50 euro som den hadde som innskudd i den greske forretningsbanken over til den tyske forretningsbanken. For at den greske forretningsbanken med dette skal kunne unngå å søke finansiering i kapitalmarkedet eller selge deler av sin eiendelsside, er den tvunget til å ta opp refinansieringslån i den greske nasjonale sentralbanken på 50 euro. Som en konsekvens øker derfor mengden av basispenger utstedt av den greske nasjonalbanken. Den tyske forretningsbanken mottar på sin 50 euro igjennom TARGET-systemet som den velger å sette på sin reservekonto i Bundesbank. Reservene blir avslutningsvis destruert ved at ESB klarer systemet ved å øke TARGET-gjelden på den greske nasjonale sentralbanken motsvart av en øknings på Bundesbanks TARGET-fordringer. Også her vil dette føre til at basispengemengden for hele systemet vil bli holdt uendret.

Mye av kritikken som har blitt rettet mot Sinn (Ibid) har som utgangspunkt at Sinn i sine analyser i liten grad har tatt høyde for at endrede likviditetspreferanser naturlig vil kunne oppstå i en monetær union. En slik kritikk må allikevel sies ikke være veldig dyptpløyende. Den gir i seg selv ikke noe svar på spørsmålet om den bakenforliggende årsaken til de endrede likviditetspreferanser. Dersom en slik årsak ikke er knyttet opp mot forretningsbankenenes soliditet, virker det nok rimelig at TARGET-systemet bør ha en innbygd fleksibilitet til å kunne forhindre kortsiktige likviditetskriser for forretningsbankene. Er derimot den bakenforliggende årsaken til de endrede likviditetspreferansene et resultat av sviktende tillit forretningsbankenes soliditet er situasjonen en helt annen.

Under et slikt scenario har TARGET-systemet fungert som en sentral som overfører risiko fra investorer og over til de nasjonale sentralbankene. I eksemplet vil den greske husholdningen, som en følge av omplasseringen av de 50 euroene, ha overført sin risiko som denne hadde mot greske forretningsbanken over til tyske forretningsbanken. Risikoen som den greske husholdningen kvittet seg med mot sin forretningsbank tilhører nå den greske nasjonale sentralbanken. Denne har nå økt sin TARGET-gjeld opp mot Bundesbank. Dersom Hellas trekker seg ut av den monetære union, har den mulighet til å misligholde sin gjeld overfor ESB. Fordi TARGET-gjelden kan betraktes som en evigvarende utgiftsrøm med utbetalinger lik ESBs rente på refinansieringslån, vil en tilsvarende inntektsrøm gå tapt for de resterende medlemmene av eurosonen dersom Hellas misligholder denne gjelden. Som en konsekvens av et slikt bortfall av seniorageinntekter, vil det gjenværende landenes offentlig framtidige finanser nødvendigvis bli svekket. Vi kan derfor her snakke om en regning som vil måtte bli påført skattebetalerne for de landene som fortsatt inngår i den monetære unionen.

# Utvendige penger som markedsintervensjon

De to figurene i forrige avsnitt viser at utvendige penger og dermed også ubalanser i TARGET-på balansene kan være forårsaket både av pengepolitiske operasjoner (som økt tilbud av refinansieringskredit og åpne markedsoperasjoner) og endrede likviditetspreferanser. Antar vi nå at dette er de to hovedkildene til utvendige penger, videre når det gjelder endrede likviditetspreferanser vil kun likviditetsendringer som skyldes endring bankenes soliditet ha permanent innvirkning på TARGET-balansen. I så fall kan vi danne oss en klarere økonomisk forståelse av hvordan TARGET-ubalansene påvirker eurosonen som økonomisk system.

For å se nærmere dette, la oss førte sett opp uttrykket for TARGET-balansen til et lands nasjonal sentralbank på nivåform:

1 betegner initial perioden og T siste måleperiode. Av antagelsen gjort ovenfor, følger det at permanente positive endringer i nivået på TR over tid vil har sitt opphav i ESBs pengepolitikk, eller som en politikkrespons mot sviktende tillit i landets finansnæring. Definisjon (4) forteller oss vider at konsekvensen av denne pengepolitikken er at den bidrar til å finansiere landets underskudd på utenriksregnskapet, enten igjennom øke underskudd på driftsbalansen eller økt kapitalflukt som følge av økt nettokapitaleksport eller en kombinasjon av begge deler.

## To spesialtilfeller

For å få nærmere innsikt for hvordan denne pengepolitikken som forårsaker utvendige penger påvirker markedsprisene, kan det være greit å vurdere isolert to spesialtilfeller. I det første tilfelle antar vi at nettokapitalimporten for hele perioden summer seg til null. I dette tilfelle kan (4) uttrykkes som

Tolkningen av (5) er at TARGET-gjelden i perioden bidrar til å fullfinansiere landets negative driftsbalanse. Uten en slik endring i pengemengden, dvs. , ville driftsbalansen måtte ha vært i balanse. Standard markedsteori tilsier at en slik likevekt på driftsbalansen oppnås ved at prisbytteforholdet i vare- og tjenestemarkedene for import og eksport fungerer som en klareringsmekanisme. Det belyser et interessant poeng, siden vi her får øye på den markedsregulerende som gjelder for driftsbalansen mellom land. Skapelsen av utvendige penger vil imidlertid kunne sette til side en slik mekanisme og påvirke det prisbytteforholdet som markedet selv vil ha kommet fram til. Siden TARGET-systemet er uten skranker for gjeld og fordringer, vil en slik tilsidesettelse ha mulighet til skje over en lengre tidsperiode dersom pengepolitikken går inn for det.[[2]](#footnote-2)

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

(6)

Tolknngen av (6) er at TARGET-gjelden her i perioden har ført til kapitalflukt igjennom å fullfinansiere nettokapitaleksporten. Også for dette tilfellet kan man argumentere for at de utvendige pengene forstyrrer markedsprisene. Denne gangen i kapitalmarkedet. Som vist for den stilisert økonomien, kan dette være en følge av en åpen markedsoperasjon. Denne operasjonen gjør verdipapirmarkedene mer likvide og dermed i større grad gjør det mulig å flytte penger ut av landet. Kapitalflukten kan også være en konsekvens av at innskytere benytter sin lovpålagte rett til å flytte penger til andre lands banker. Her påvirkes den billige refinansieringskreditten kapitalmarkedsprisene. Enten ved at banken ikke blir tvunget til å selge eiendelssiden på sin balanse, eller at bankene ikke trenger å øke sin etterspørsel i interbankmarkedet etter kreditt. Grunnet manglende skranker i TARGET-systemet, vil det også her gjelde at en tilsidesettelse av markedsprisene vil kunne skje over en lengre tidshorisont.

Basert på vurderingen av disse to tilfellene konkluderer (Sinn og Wollmershauser 2012) med at den eksplosive økningen i TARGET-gjelden for PIIGS landene i eurosonen må ha bidratt til enten å utsette og delvis forsterke den nødvendige endringen i prisbytteforholdet til de kriserammede landene. Alternativt, forårsaket en nettokapitalflukt fra disse landene, eller en kombinasjon av begge deler. Det er derfor interessant nå å studere uviklingen i TARGET- gjelden for PIIGS-landene nærmere.

# ESBs pengepolitikk og PIIGS landenes ubalanser på TARGET-balansen

Utviklingen til TARGET-gjelden for PIGS-landene (Italia er utelatt) fra utgangen av 2007 og fram til 15/8 2012 er vist i figur 6. I starten av 2007 er nivået på driftsbalansen endret på en slik måte at den er satt nøyaktig lik nivået på TARGET-gjelden. Det gir oss muligheten til å se i løpet av perioden etter finanskrisen startet opp i USA i hvilken grad den akkumulerte driftsbalansen i løpet av perioden blir finansiert igjennom TARGET gjeld og som en følge av netto kapitalimport.

Sett inn figur 7 omtrent her.

I første perioden av denne figuren fra starten av 2007 til 2009 går det fram av figuren at PIGS landene finansierte sin underskudd på driftsbalansen igjennom en kombinasjon av økt TARGET gjeld og netto kapitalimport. I tall for 2009 kan dette regnes om til at 52 prosent av økningen i driftsbalansen finansiert som en følge av en økning i TARGET-gjelden, mens den resterende andelen på 48 finansiert blir dekt igjennom økt kapitalimport. I årene etterpå fortsetter underskuddet på driftsbalansen å øke helt fram til 2012. I denne perioden tiltar kapitalflukten sterkt noe som innbærer at en stadig andel av den akkumulerte driftsbalansen for perioden kan tilskrives en økning i TARGET-gjelden. I slutten av 2012 har økningen i TARGET-gjelden fullfinansiert underskuddet på driftsbalansen kombinert med en kapitalflukt på en størrelse av 2002 milliarder euro.

Den nærmest eksplosive økningen som vi ser her TARGET-gjelden kan åpenbart knyttes opp til ESBs liberale kredittpolitikk. I perioden fra oktober 2008 mai 2009 ble rentenivået på refinasieringskreditt redusert fra 4,25 prosent til 1 prosent. I tillegg opphørte ESBs likvidietsskranker for lån fra de nasjonale sentralbankene å binde siden man tilbyde de kriserammede landene ubegrenset mengde med kreditt gitt at forretningsbankene kunne stille med tilstrekkelig pant. Kravet til hva som ble ansett som tilstrekkelig pant ble også redusert, og i perioden 24-25 oktober i 2008 redusert fra en rating på formuesobjekter fra A- til BBB-. En ytterligere reduksjon i finanskravene kom i form av kriselikviditetsprogrammene sommeren 2010 som innbar at Hellas, Ireland og Portugal ble tilbudt kriselikviditet (ELA lån) uten pantekrav. Nylig har også de verdipapirene som anses panteobjekter blitt utvidet til også gjelde ABS (Asset backed securites) obligasjoner og selskapskreditt.

Figur 8 bryter forrige figur ned på enkeltlandsnivå og inkludert Italia.

Sett inn figur 8 omtrent her.

Fra figuren kan vi se at Portugal, Hellas og til en viss grad også Spania har, når det gjelder i hvilken grad den økte TARGET-gjelden bidrar til finansiere underskuddet på driftsbalansen, noenlunde samme utvikling som det vi fant i forrige figur som omhandlet alle PIGS-landene. Økningen i TARGET-gjelden har for perioden under ett bidratt til å fullfinansiere den negative utviklingen i landenes driftsbalanse.

I tråd med vurderingen i første spesialtilfelle i forrige avsnitt, gir disse tallene en pekepinn på at ESBs pengepolitikk i perioden aktivt har utsatt og til dels forverret disse landenes problem når det gjelder bytteforholdet overfor utlandet. (Sinn og Wollmershauser 2012) viser i sin artikkel at med unntak av Irland har PIIGS landene har hatt en svak men positiv utvikling i BNP deflatoren i løpet av periode. For Irland i perioden 2007-2011 vise deflatoren en nedgang på 13 prosent. Dette kan forklares med ESBs liberale kredittpolitikk startet sent vurdert opp mot finanskrisen i Irland som begynte allerede i 2007. Av denne grunn kan man hevde markedskreftene i en lengre periode fik lov til å fungere når det gjelder å endre bytteforholdet for akkurat dette landet.

Når det gjelder kapitalflukten viser figur 8 at den er spesielt sterk når det gjelder Italia, Irland og Spania. Spesielt i løpet av de to siste årene har den økningen nærmest vært eksplosiv både for Italia og Spania. Landene står derfor i slutten av perioden oppført med en nettokapitaleksport på henholdsvis 107 og 162 milliarder euro. I det store og det hele kan nok denne utviklingen knyttes opp mot den rapporterte frykten investorer har for at det skal oppstå en soliditetskrise for finansnæringen i disse landene; med den ytterste konsekvens at hele den pengepolitiske union bryter sammen.

I tråd med vurderingen i andre spesialtilfelle i forrige avsnitt, gir disse landene en pekepinn på at ESBs liberale kredittpolitikk har vært en medvirkende årsak til kapitalflukten. Billig refinansieringskreditt gjør at private investorer blir utkonkurrert siden deres krav til rente og risikopremie trolig er lang høyere enn hva ESB stiller for lån fra de nasjonale sentralbankene. Kombinert med dette, har billig refinansieringskreditt trolig også forhindret bankene fra å likvidere deler av eiendelssiden på sin balanse i markedet. Man kan derfor også heve at prisene på formuesobjekter holdes på et kunstig nivå vurdert fra en investors ståsted, noe som også bidrar til å holde utenlands kapital borte fra disse landene.

# Tre alternativer for å bremse ubalansene på TARGET-balansen

Legger vi til grunn at de kriserammede landene i eurosonen fikk et for høyt pris- og kostnadsnivå som en konsekvens av den kredittdrevne ekspansjonen forut for finanskrisen i USA. Legger vi videre til grunn de vurderinger som her har blitt gjort om utvendige penger som markedsintervensjon. Da må konklusjonen bli at ESBs pengepolitikk funger mer eller mindre som et inntak av smertestillende tabletter: Den har kjøpt tid og døyvet smerten; men kun utsatt og tildels forverret det grunnleggende problemet med bytteforholdene.

Siden TARGET-systemet er et system uten skranker på fordringer og gjeld, kan i prinsippet ubalansene fortsette å stige og som en konsekvens vil problemet med bytteforholdene å stå uløst også framover. Grunnet manglende innløsningsmuligheten og sikkerheten til TARGET-fordringene, bør man allikevel forvente økende politiske krav til endringer ved en fortsatt økning i disse ubalansene. På bakgrunn kan det til slutt av denne artikkelen være på plass å se nærmere på tre ulike reformforslag som har den egenskapen at det setter en brems på en videre økning i ubalansene i TARGET-systemet, og vurdere hvordan disse påvirke eurosonen som økonomisk system.

# Alternativ 1: Tilbake til markedene

Dette alternativet går utpå at man i sterk grad reduserer omfanget av utvendige penger. Som forklart, er utvendige penger en konsekvens av en økning i mengden av basispenger i de nasjonale sentralbankene, og derfor noe som lar seg kontrollere av betingelsene som jeg har omtalt som ”kredittkortet” som ESB har utstedt til forretningsbankene. Ved å sette betingelsene på dette kortet tilstrekkelig høyt, vil det private kapitalmarkedet ende opp med å bli den rimeligste og derfor foretrukne formen for forretningsbankenes finansierings.

Denne formen for pengepolitikk vil bety at de kriserammede landene blir satt på en økonomisk hestekur hvor man regelrett blir tvunget til å foreta omfattende strukturell reformer. Konkret så vil finansiering i kapitalmarkedet bety en betydelig høyere risikopremie, som vil variere i takt med investorenes tillit til forretningsbankenes soliditet. Med økte finansieringskostnader vil landene oppleve en kontraksjon i kredittmengden, siden det nå i stor grad kun være investeringsprosjekter med høy lønnsomhetsprofil som vil bli realisert. Med kredittkontraksjon oppnås målet med deflasjon, og med støtte kun til de mest lønnsomme investeringsprosjektene burde arbeidskraften på sikt bli omallokert til mer lønnsomme deler av økonomien. Dette burde gi økt produktivitetsvekst noe som synes nødvendig dersom statsfinansene skal kunne stabilisere seg på lang sikt.

For de meste kriseutsatte landene, er det vanskelig å se for seg at denne pengepolitikken ikke skulle medfører en sterk av finansiell ustabilitet. Dermed vil de problemene med finansiering av statsgjeld og bankkonkurser som blant annet TARGET-systemet har bidratt til å holde nede flyte opp til overflaten igjen. Men dette er uansett problemer som må løses, og en slik hard pengepolitikk har den fordelen at man stiller disse problemene til veggs. De politiske myndighetene blir nødt til å løse problemene der og da, framfor forsette den nåværende politikken med å kjøpe seg mer og mer tid, og som konsekvens gjøre de underliggende ubalansene enda større. Man kan også hevde at denne deflasjonspolitikken stiller de kriserammede landene ovenfor de reelle kostnadene ved å foreta omstillinger innenfor den monetære union. Konsekvensen av dette er at den tydeliggjør i mye sterkere grad enn i dag hva som er fordelen og ulempene for disse landene med dagens deltagelse i eurosonen.

# Alternativ 2: Utvendige penger i revers

Synes behandlingen under alternativ 1 å være for sterk, kan deflasjonsprosessen mildnes noe ved at man forsøker å skape en økt kredittekspansjon for de landene som i dag har opparbeidet seg store fordringer på TARGET-balansen. Dersom denne politikken skal la seg gjennomføre, må det nå etter hvert så omtalte ”kredittkortet” utstedt fra ESB til forreningsbankene virke diskriminerende på en måte som gjør at det er de mer solide forretningsbankene i nord og ikke bankene i sør som velger å finansiere seg igjennom den nasjonale sentralbanken. Anta at pantekravet for bruk av kreditt settes høyt kombinert med en svært lav refinansieringsrente (dvs. nær null). Da vil vi trolig ende opp med en sitasjon hver det er forretningsbankene i kjernen eller nord av eurosonen som vil finne det besparende å finansiere seg i sin nasjonale sentralbank.

Utfallet av en slik politikk vil være en kredittekspansjon for disse landene. Den andelen av kreditten som blir benyttet på hjemmebanke vil på sikt drive opp pris- og lønnsnivået. For den andre andelen som blir benyttet utenlands, vil de kvalitative effektene være noenlunde på linje med eksemplene om utvendige penger for en stilisert økonomi beskrevet tidligere; men hvor utviklingen reverseres i den andre retningen. Dermed har det blitt redegjort for en politikk hvor ESB er aktiv i å redusere de ubalansene som den selv har vært ansvarlig for å skape igjennom TARGET-systemet.

Dette alternativet vil dessuten falle inn under ideen om en Keynesiansk etterspørselspolitikk. Positive multiplikatoreffekter vil derfor her kunne oppstå dersom disse gjør gjeldene i en virkelig økonomi. Vurdert opp mot den diskusjonen som blir omtalt i mediene om behov for etterspørselsstimulanser, er dette forslaget mer konkret. Etterspørselsimpulsene tilfaller her de kriserammede landene i form av impulser til eksportsektoren for varer og tjenester. Dette er i tråd med hvor disse landenes innsatsfaktorer på lang sikt bør flyttes.

Om det skulle oppstå en erkjennelse av nødvendigheten av en slik politikk, kan en lure på hvorvidt det er praktisk gjennomførbart. Det vil føre til at ESB i sterkere grad vil måtte ta nasjonale hensyn i sin rentesetting basert på ubalansene i TARGET-systemet. En balanse som ESB selv ikke hadde laget rapporteringsrutiner før Sinn brakte de på banen. Denne komplikasjonen kan være ytterligere styrket ved ESBs styre sammensetning hvor vært land har én stemme. Landene som har flertallet i styret har i dag nettogjeld på TARGET-balansen.

# Alternativ 3: Krisefond, bankunion og euro-obligasjoner

I det siste alternativet som jeg ser på kan man samle alle de tiltakene som fører til en gradvis nedbygging av frie kapitalbevegelsen mellom landene i eurosonen. Dette inkluderer tildels igangsatte programmer som ESM (European Stability Mechanism) som skal sikre kriselån til bankene og OMT (Outright monetary transaction) programmet til ESB for oppkjøp av statsobliasjoner. Men også planlagte programmer som dannelsen av en europeisk bankunion med overføringsmekanismer og innføring av euro-obligasjoner for finansiering av statsgjeld. Om enn forskjellig i karakter, har alle disse tiltakene som fellesnevner at de delvis sørger for omprising av risikopremien som gjelder i det private kapitalmarkedet enten for finanssektoren eller offentlig finansiering.

Populariteten som spesielt de som er tilhengere av den monetære unionen synes å være basert på overbevisning om dette vil føre til en betydelig reduksjon i gjeldsbelastningen for de kriserammede landene. Dette vil forbedre statens finanser og bidrar til økt soliditet i finansnæringen. Dermed oppstår muligheten for å komme seg ut av de siste årenes gjeldsspiral, og over en ny bane som kan lede til en bærekraftig økonomisk utvikling. Noe som til slutt kan komme hele eurosamarbeidet til gode.

Men i et slikt syn ligger det også en implisitt antagelse om det private kapitalmarkedets dysfunksjonelle evne til å allokere kapital. Virker kapitalmarkedet på en effektiv måte, vil det være risikopremien som utgjør den nødvendige styringsmekanismen som bidrar til å allokere kapital til de områder av økonomien der den kaster mest av seg. Ved full innføring av alternativ 3 har man regelrett opphevet denne mekanismen og erstattet denne med overnasjonale organ. Dersom disse organene ikke gjør en bedre jobb enn markedet, ender dette alternativet som TARGET-systemet som en mekanisme for overføring av økonomiske ressurser mellom de land som inngår i eurosonen.

# Bibliography

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

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

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

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

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

Figur : Offentlig gjeld som prosent av BNP. Kilde:

gjeldbnp.emf

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

langerenter.emf

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



Figur : Utvendige penger i Bretton Woods-systemet som en konsekvens av en økning i basispengemengden for en stilisert økonomi



Figur : Utvendige penger i eursonen som en konsekvens av en økning i basispengemengden i en stilisert økonomi.



Figur 6: Utvendige penger i TARGET-systemet som en konsekvens av endrede likviditetspreferanser for en stilisert økonomi.



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)

tgdb_portugal.emftgdb_irl.emftgdb_ita.emftgdb_hellas.emftgdb_spania.emf

1. En takk til … for gjennomlesning og nyttige kommentarer under utarbeidelsen av dette [↑](#footnote-ref-1)
2. De selvregulerende mekanismene for driftsbalansen mellom land under et troverdig fastkursregime ble drøftet allerede av (Hume 1752) i hans essay ”On the balance of Trade”. Systemet som blir beskrevet omtales i dag som ” The price- specie-flow mechanism”. Penger har her innløsningsmuligheter mot gull, og landets gullreserver fungerer derfor som en skranke som regulerer hvor store underskuddene på driftsregnskapet kan bli. [↑](#footnote-ref-2)