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 imidlertid 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 denne 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 man (1) har kunnet sette til side de selvkorrigerende mekanismene som gjelder for utenrikshandelen mellom land, og (2) gjort det mulig i storstilt grad å overføre risiko fra investorer til de nasjonale sentralbankene. Avslutningsvis diskuterer jeg tre forskjellige muligheter som eurolandene kan ta i bruk 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 vurderinger 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 denne utviklingen, 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 1: Offentlig gjeld som andel av BNP. 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 man 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, er knyttet til utviklingen i rentespreaden i finansmarkedene. Ved 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 som i stor grad ble finansiert gjennom økt nettokapitalimport. Med høykonjunkturen fulgte økte priser og lønninger kombinert med en sterk grad av feilallokering av ressursene i økonomien. Dette kom for eksempel til syne gjennom en for ekspansiv vekst i boligbyggingen i Spania, en oppblåsing av offentlige sektor i Hellas, og en for stor finanssektor i Irland.

Figur 2: Lange renter på statsobligasjoner med 10-års løpetid. Kilde: Eurostat.



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 innebærer at landene i dag i 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 EU-systemet og ESBs vektlegging veklegging på finansiell stabilitet og forhindre investorer i å ta tap og la verden gå videre, effektivt har opphevet markedsøkonomiens selvdisiplinerende mekanismer. Denne opphevelsen er ingen gratis lunsj, siden den (1) satt til side de selvkorrigerende mekanismene som regulerer utenrikshandelen (og dermed også konkurransesituasjonen) mellom land. (2) Man har storstilt grad gjort det mulig å overføre risiko fra investorer og over til de nasjonale sentralbankene. Denne politikken har vært mulig, først og fremst grunnet de regler for oppgjør mellom land som gjelder for TARGET-systemet.

Notatet 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 for Bretton Woods-system og TARGET-systemet. Avsnitt 5 og 6 viser hvordan TARGET-systemet etter finanskrisen har 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 utenriksregnskapet til et land. Dette regnskapet skal i prinsippet registrere samtlige pengetransaksjoner landet (dvs. husholdninger, bedrifter og offentlige myndigheter) har med omverden. Generelt vil vi ha at

DR står for driftsbalansen eller driftsregnskapet ovenfor utlandet for en bestemt periode. KR for nettokapitalimporten. ΔRES for endringene i sentralbankens utenlandsreserver.

Under et rent flytendekursregime, vil ikke sentralbanken intervenere for å stabilisere valutakursen. Reservene vil derfor under et slikt regime stå uendret. Det må bety at et lands underskudd (overskudd) på driftsbalansen blir finansiert som en følge av nettokapitalimport (nettokapitaleksport). I et fastkursregime kan derimot sentralbanken oppleve endringer i sine reserver, ettersom den er forpliktet til å stabilisere valutakursen til en oppgitt kurs. I utgangspunktet setter ikke et slikt regime 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 *innad* i eurosonen. Legger vi her til grunn *kun* elektroniske transaksjoner (og derfor transaksjoner som blir registrert i det elektroniske betalingssystemet TARGET), vil det for hvert enkelt land i eurosonen gjelde at

1. = DRI+KRI

DRI står for driftsbalansen til et land innad i eurosonen og KRI for nettokapitalimporten. Som vi kan se, framkommer dette uttrykket ved at man tar utgangspunkt i utenriksregnskapet gitt ved (1), og trekker i fra driftsbalansen (DRV) og nettokapitalimporten (KRV) til de land som ikke inngår i eurosonen. Venstre siden av (2), som vi betegner som ΔTR, vil ikke lengre utgjøre endringer i reserver i vanlig forstand, men reflektere 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).[[2]](#footnote-2)

Vesentlig forskjellig fra et fastkursregime, som vil opphøre i det reservene er tømt, ble det ved opprettelsen av eurosonen ikke satt noen skranker på hvor høyt TARGET-gjeldsnivået til et land kan bli. Når det gjelder TARGET-fordringer, peker de fleste faktorer i retning av at disse ikke er spesielt attraktive vurdert fra en investors perspektiv. Riktignok er fordringen rentebærende (satt lik ESBs rente på refinansieringslån), men fordringene står uten formelle innløsningsrettigheter, er usikret og kan misligholdes dersom et land trer ut av eurosonen.

Dette regelverket skiller seg klart fra det som Federal Reserve (FED) system benytter i USA. Nettogjeld på balansen til de 12 regionale distriktssentralbankene er påført en strafferente (renta er i 2013 satt til 6 prosent). Gjelden blir dessuten klarert en gang hvert år. Dette skjer ved at distriktssentralbankene blir tvunget til å gi avkall på sine eierrettigheter i en portefølje av likvide verdipapirer som er kontrollert av den føderale sentralbanken.

Sinn og Wollmershauser (2012) forteller i sin artikkel at årsaken til at regelverket i eurosonen er så forskjellig fra det som FED benytter, trolig kan tilskrives at de som utformet TARGET-systemet ikke hadde øynene åpne for at systemet kunne generere store ubalanser. Muligheten for at systemet kunne generere mindre ubalanser ble vurdert som formålstjenlig, siden det ville være til hjelp dersom de skulle oppstå likviditetsproblemer grunnet friksjoner 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 brøt ut i USA 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. Dette beløpet tilsvarer omtrent hele landets overskudd på driftsbalansen innad eurosonen fra 2008 og fram til 2012. Disse TARGET-fordringene mer enn motsvares av TARGET-gjelden til PIIGS-landene, som i slutten av perioden er på hele 977 milliarder euro. Beløpet er omtrent tre ganger så store som de offisielle hjelpepakkene som har blitt vedtatt av EU-landenes politikere.

Sinn og Wollmershauser (2012) tolker de store ubalansene i TARGET-systemet i tråd med en klassisk betalingskrise for utenrikshandelen mellom land. På bakgrunn av dette, mener de at det pengepolitiske Bretton Woods-systemet fungerer som en klargjørende parallell. La oss derfor nå 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 dette systemet. For å forstå drivkreftene bak ubalansene, er det nødvendig å kjenne til hvordan penger trykket i et land tilfaller et annet lands sin økonomi. Figur 4 viser et stilisert eksempel av en slik transaksjonsprosess.

Figur 4: Penger utenfor landets grenser under Bretton Woods-systemet. Forårsaket her av en økning i basispenger.



Økonomiene til USA og Vest-Tyskland er her representert ved en husholdning, en forretningsbank og en nasjonal sentralbank (Federal Reserve [FED] for USA og Bundesbank for Vest-Tyskland). Figuren illustrerer hvordan det er mulig for en husholdning i USA å importere varer og tjenester samt foreta kapitalinvesteringer i Vest-Tyskland som en følge av pengetrykking initiert av FED.

Det hele starter ved at FED trykker opp penger tilsvarende et beløp på $1000. Sentralbankens to kanaler for å påvirke økonomien går gjennom tilbud av refinansieringslån til forretningsbankene og åpne markedsoperasjoner. Vi tenker videre at som en følge av sentralbankens åpne markedsoperasjoner, får husholdningen tilført likvider på $250 basert på salg av egen beholdning av statsobligasjoner. Videre får husholdningen tilgang til et lån på $750 gjennom sin forretningsbank. Forretningsbanken på sin side finansierer dette lånet gjennom et refinansieringslån i sentralbanken. Etter disse transaksjonene, står husholdningen derfor igjen med en økning i sine likvide midler på $1000.

Den andelen av økningen i basispengemengden som benyttes i økonomiske transaksjoner med et annet land, vil vi definere som *penger utenfor landets grenser*. I figuren utgjør dette hele økningen, siden $1000 går til transaksjoner med Vest-Tyskland. Mer konkret blir $750 benyttet til kjøp av en bil, mens det resterende beløpet på $250 går til direkte utenlandsinvesteringer (FDI), for eksempel i form av kjøp av eiendom.

Siden det er kostbart å holde likvider midler (tapte renteinntekter), vil husholdningen i Vest-Tyskland ønske å kvitte seg raskt med sin dollarbeholdning. Husholdningen benytter derfor fastkursregimets innløsningsmulighet på ¼ , til å veksle dollar om til tyske mark for deretter å sette dette beløpet 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 sine valutareserver, som blir registrert i utenriksregnskapet gitt ved likning (1) som ble forklart i forrige avsnitt.

Prosessen med penger utenfor landets grenser og tilhørende reserveoppbygging, skulle etter hvert bidra til å undergrave helle Bretton Woods-systemet: Dette fordi veksten i pengemengden i USA var mye sterkere 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. Følgen av dette var at store dollarreserver akkumulerte seg opp i de andre landenes nasjonale sentralbanker. Reserver som sentralbankene i sluttoppgjøret kunne benytte enten til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner, eller benytte innløsningsmuligheten mot gull

Det ble etterhvert klart at dollarreservene ikke lengre kunne anses som noen troverdige fordringer på gull.[[3]](#footnote-3) 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 sammarbeidet.

# Forskjeller mellom Bretton Woods-systemet og TARGET-systemet

La oss nå se nærmere på 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 (man benytter TARGET-systemet, eller det nylige tekniske forbedrede TARGET 2-systemet).[[4]](#footnote-4)
* 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.
* Fordringer på TARGET-balansen er uten formelle innløsningsmuligheter og er usikret.
* Systemet er uten budsjettmessige skranker på TARGET-gjelden.
* 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. Landene som i dag har nettogjeld på TARGET-balansen har i dag flertall.

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



De realøkonomiske transaksjonene er her nøyaktige de samme som det som gjaldt for Bretton Woods-systemet vist i figur 4. 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 er derfor i det siste leddet i transaksjonskjeden. I figur 5, klarerer betalingssystemet økningen i basispengemengden ved at Bundesbank øker sine fordringer på TARGET-balansen med 100 euro. Dette blir motsvart av en tilvarende økning i den greske nasjonalbankens sin TARGET-gjeld. Som et resultat av denne slutteoperasjonen, vil basispengemengden for hele eurosystemet bli sterilisert (holdt uendret).

ESBs pengepolitikk skal være lik for alle landene som inngår i eurosonen. En kan kanskje stusse litt over hvor realistisk figur 5 er, hvor økningen i basispengemengden blir initiert av den greske nasjonale sentralbanken. For å kunne forstå dette, la oss forenkle litt og legge til grunn at de nasjonale forretningsbankene har muligheter til finansiering gjennom kapitalmarkedet (obligasjons- og interbankmarkedet) og et ”kredittkort” utstedt av ESB. ”Kredittkortet” gir adgang til å skape elektroniske basispenger, men er underlagt restriksjoner i form av refinansieringslånerente, sikkerhet og likviditetsskranker.

Forretningsbankene ønsker å minimere sine finansieringskostnader. Det innebærer at de velger å finansiere seg ved bruk av ”kredittkortet” til ESB dersom lånebetingelsene her er bedre enn i kapitalmarkedet. I kapitalmarkedet vil finansieringskostnadene typisk inneholde en risikopremie, som reflekterer investorenes vurdering av forretningsbankens soliditet. Anser aktørene 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 tar i bruk “kredittkortet” og finansierer seg fra sin nasjonale sentralbank, mens den tyske forretningsbanken finansierer seg i kapitalmarkedet. Legger vi en slik form for løsning til grunn, kan vi konkludere med 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 nødvendigvis trenger å være, som vi til nå har fokusert på, initiert av en økning i basispengemengden. En annen variant er å knytte dette til endrede preferanser for hvilken forretningsbank aktørene foretrekker å holde sine investeringer.

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



I figur 6 har vi som utgangspunkt at transaksjonskjeden starter med at med at husholdningen i Hellas endrer sine innskuddspreferanser. Som et resultat, overføres innskudd tilvarende et beløp på 500 euro fra den greske til den tyske forretningsbanken. Gitt at den greske forretningsbanken ikke møter denne endringen ved økt finansiering i kapitalmarkedet, en reduksjon i sine pengereserver, eller ved likvidering av deler av sin eiendelsside, vil den være tvunget til å ta opp et refinansieringslån i den greske nasjonale sentralbanken. Det medfører en økning i mengden av basispenger utstedt av den greske nasjonalbanken på 500 euro. Den tyske forretningsbanken mottar på sin side 500 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), går ut på 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 å ha liten betydning når det gjelder det som er fokuset for denne notatet, nemlig TARGET-systemet evne til å oppheve markedsøkonomiens selvdisiplinerende mekanismer. For å belyse dette nærmere, trenger vi å kjenne til den bakenforliggende årsaken til de endrede innskuddspreferansene.

Legger vi i vårt eksempel først til grunn at disse endringene *ikke* er forklart av vurderinger som husholdningen har gjort om forretningsbankens soliditet, men snarere en omplassering foretatt av uventede likviditetsbehov. Da kan TARGET-systemet sees på som et betalingssystem som har som egenskap at den kan forhindre unødvendige likviditetskrise mellom forretningsbankene dersom vi har imperfeksjoner i interbankmarkedet. Er derimot de endrede innskuddspreferanser en følge av en sviktende tillit forretningsbankenes soliditet, vil TARGET-systemet kunne tilføres helt andre og mer kritikkverdige egenskaper.

I figuren vil TARGET-systemet ha overført deler av den greske forretningsbankens risiko fra innskyteren og over til den nasjonale sentralbanken. Som vi kan se, vil innskyteren etter omplasseringen ha sine investeringer på 500 euro eksponert mot den tyske forretningsbanken. Den økte likviditetstilførselen fører til at Bundesbank blir tvunget til å redusere sin opplåning mot den tyske forretningsbanken til erstatning for en økning i sine fordringer på TARGET-balansene. Eksemplet viser oss derfor at ESBs politikk, ved å tilby rimelig refinansieringslån til banker med sviktende tillit, gir mulighet til å overføre risiko fra private aktører og over til de nasjonale sentralbankene.[[5]](#footnote-5)

Siden TARGET-gjelden kan sees på som en gjeldskontrakt som har årlige utbetalinger lik ESBs rente på refinansieringslån, vil den kontantstrømmen gå tapt for de resterende landene i eursonen dersom Hellas trekker seg ut av eurosammmarbeidet og velger å misligholde nasjonalbanken sin TARGET-gjeld. Et slikt bortfall av seniorageinntekter, vil måtte svekke de gjenværende lands offentlige finanser. Vi snakker altså her om en regning som til slutt må påvirke de enkelte lands skattebetalere.

# TARGET-gjeld og markedspriser

Vi starter med å sette opp TARGET-balansen til et lands nasjonale sentralbank på nivåform:

, gir utrykk for TARGET-gjelden for en bestemt tidsperiode, hvor 1 og T står for første og siste måleperiode. Som forklart i figur 5 og 6, vil ubalanser i TARGET-systemet kunne oppstå enten som en direkte følge av ESBs pengepolitiske operasjoner, eller som en respons i forhold til kapitalflukt. Antar vi videre nå at dette utgjør de to hovedkildene til ubalansene i TARGET-systemet. Videre, når det gjelder kapitalflukt, så vil det kun være vurderinger som er forklart av investorenes oppfatninger av forretningsbankens soliditet som vil kunne skape *vedvarende* ubalanser på TARGET-balansen. I så fall vil , reflektere minst ett av disse to forholdene, gitt at måleperioden er tilstrekkelig lang.

## To spesialtilfeller

For å vise hvordan TARGET-gjelden påvirker markedsprisene, 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

Uttrykket forteller oss at et underskudd på driftsbalansen innad i eurosonen i perioden må ha blitt finansiert som en konsekvens av en økning i TARGET-gjelden. Uten en slik økning i gjelden, dvs. dersom , ville driftsbalansen ha vært i balanse. Standard makroøkonomiske modeller (med kortsiktige nominelle rigiditeter) tilsier at denne likevekten oppnås som en følge av fall i etterspørselen på kort sikt. På lengre sikt, ved at det innenlandske prisnivået reduseres som en følge av økt ledighet og lavere lønnsvekst, noe som også innebærer en forbedring av konkurranseevnen gjennom en depresiering av realvalutakursen. Dette belyser et interessant poeng, siden vi her får øye på den markedsregulerende mekanismen som gjelder for utenrikshandelen mellom landene innad i eurosonen. Men som vi kan lese 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 være mulig over en lengre tidsperiode dersom pengepolitikken går inn for det. [[6]](#footnote-6)

For det andre spesialtilfelle, antar vi at driftsbalansen i hele perioden summer seg til null. Vi kan derfor skrive

(5)

Dette uttrykket forteller oss at en eventuell økning i nettokapitaleksporten (kapitalflukt) i perioden har blitt finansiert som en konsekvens av en økning i TARGET-gjelden. Uten en slik økning i gjelden, dvs. dersom 0, ville nettokapitaleksporten ha vært null. Også her kan det være snakk om at TARGET-gjelden vil påvirke markedsprisene. Men her direkte i finans og kapitalmarkedene. På bakgrunn av manglende skranker for gjeld og fordringer, vil en tilsidesettelse også her være mulig over en lengre tidsperiode dersom pengepolitikken går inn for det.

Basert på de to mekanismene nevnt her, konkluderer Sinn og Wollmershauser (2012) med at den sterke økningen i TARGET-gjelden for PIIGS landene som ESBs pengepolitikk bidro til etter finanskrisen, *må ha ført til* enten en forverring av landenes konkurranseevne, eller en kapitalflukt, eller en kombinasjon av begge deler. La oss se nærmere på dette.

# Utviklingen i TARGET-balansen til PIIGS-landene

Utviklingen til TARGET-gjelden og driftsbalansen for PIGS-landene (Italia er utelatt) fra 2007 og til og med 2012 er vist i figur 7. I starten av perioden er nivået på driftsbalansen endret, slik at den er nøyaktig lik nivået på TARGET-gjelden. Dette gir oss muligheten til å observere i perioden etter finanskrisen, i hvilken grad underskuddet på driftsbalansen har blitt finansiert gjennom TARGET-gjeld og nettokapitalimport.

Figur 7: Utviklingen i Target-gjelden og driftsbalanse (positivt tall er underskudd) 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 får det økte underskuddet på driftsbalansen finansiert gjennom en økning i både TARGET-gjelden og nettokapitalimporten. For slutten av 2009, er om lag 52 prosent av underskuddet på driftsbalansen blitt finansiert gjennom TARGET-gjeld. Det resterende 48 prosent som en følge av nettokapitalimport. I perioden etterpå fortsetter underskuddet på driftsbalansen å øke helt fram til 2012. Nettokapitaleksporten (kapitalflukten) tiltar sterkt, noe som resulterer i at en stadig større andel av driftsbalansen kan tilskrives økningen i TARGET-gjelden for perioden. Ved utkanten av 2012, har TARGET-gjelden fullfinansiert underskuddet på driftsbalansen i tillegg erstattet en nettokapitaleksport på om lag 400 milliarder euro.

Som vi allerede har vært inne på, vil store ubalanser i TARGET-systemet være et resultat av ESBs pengepolitikk. Nærmere bestemt, så er den sterke økningen i TARGET-gjelden som vi her observerer et resultat av ESBs liberale kredittpolitikk i etterkant av finanskrisen i USA. I perioden fra oktober 2008 til mai 2009, ble rentenivået for forretningsbankenes lån i de nasjonale sentralbankene redusert fra 4,25 prosent til 1 prosent. I tillegg opphørte ESBs likviditetsskranker for lån fra de nasjonale sentralbankene å binde, siden man tilbød forretningsbankene til de kriserammede PIIGS-landene ubegrenset kreditt gitt at de kunne stille med sikkerhet. Kravet til sikkerhet ble dessuten også redusert, og gikk for formuesobjekter fra perioden 24-25 oktober i 2008 fra en rating på A- til BBB. En ytterligere reduksjon kom i sommeren 2010, ved at Hellas, Ireland og Portugal ble tilbudt lån uten krav til sikkerhet (ELA lån).[[7]](#footnote-7)

Figur 8 bryter forrige figur ned på enkeltlandsnivå og inkluderer også Italia.

Figur 8: Utviklingen i Target gjelden og driftsbalansen (positivt tall er underskudd) 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 tilsvarende utvikling som forrige figur, som omhandlet alle PIGS-landene. For hele perioden gjelder det at økningen i landets negative driftsbalanse har blitt fullfinansiert av en økning i TARGET-gjelden.

I lys av økonomiske mekanismene som ble diskutert under første spesialtilfelle i forrige avsnitt, kan man si at den økte TARGET-gjelden for disse landene, har utsatt den nødvendige depresieringen av disse landenes realvalutakurs og dermed også deres konkurranseevne. Sinn og Wollmershauser (2012) skriver i sin artikkel at alle PIIGS-landene, med unntak av Irland, har hatt en svak men positiv prisutvikling mål ved BNP deflatoren og ikke utviklet seg særlig forskjellige fra Tyskland. For Irland, derimot, viser deflatoren en nedgang på hele 13 prosent i perioden 2007-2011. En forklaring på dette kan være at ESBs liberale kredittpolitikk startet sent sett i forhold til krisen i Irland, som startet opp allerede i 2006. Av den grunn fikk de stabiliserende mekanismene for utenrikshandelen mellom land som vi har belyst her muligheten til å virke i en lengre periode.

Ser vi til slutt på utviklingen i nettokapitaleksporten, forteller figur 8 oss at denne er spesielt sterk for Italia, Irland og Spania. For Italia og Spania kommer denne utviklingen spesielt sterkt til syne i slutten av perioden. Denne flukten kan trolig forklares med den frykten investorer har for at det skal oppstå en soliditetskrise i finansnæringen i disse landene.

I lys av økonomiske mekanismene som ble diskutert i forrige avsnitt under andre spesialtilfelle, er det mulig å se på kapitalflukten som en direkte konsekvens av ESBs liberale kredittpolitikk. En tolkning som er gitt i Sinn og Wollmershauser (2012), går ut på billig refinansieringslån fra de nasjonale sentralbankene har utkonkurrert risikovillig kapital. Dette har skjedd sidene investorenes krav til rente pluss risikopremie har ligget over det nivået som ESB har satt på sine refinansieringslån. En effekt av dette er at det har forhindret bankene fra å likvidere deler av eiendelssiden på sin balanse. Prisene på formuesobjekter holdes derfor på et kunstig høyt nivå, noe som igjen bidrar til å holde kapital borte fra disse landene.

# Tre alternativer for å forhindre større ubalanser på TARGET-balansen

Vi legger i dette avsnittet til grunn at de kriserammede landene i eurosonen fikk et for høyt pris- og lønnsnivå som et resultat av den kredittdrevne ekspansjonen like før og etter innføringen av euroen. Videre de økonomiske mekanismer som ble gjort rede for under avsnittet 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 bidratt svært lite til en løsning på det grunnleggende problemet, som er å få til en nødvendig forbedring av landenes konkurranseevne gjennom en relativ depresiering av realvalutakursen.

Siden TARGET-systemet er uten skranker på fordringer og gjeld, kan denne prosessen i prinsippet kunne fortsette med det resultat at problemet med konkurranseevnen står uløste også framover. På grunn av de manglende innløsningsmulighetene og sikkerheten til TARGET-fordringene, bør man allikevel forvente økende krav til politiske endringer ved en fortsatt økning i ubalansene. Avslutningsvis, kan det derfor være interessant å se nærmere på tre alternativer som eurosonen kan ta i bruk for å bremse opp, eller delvis redusere, ubalansene i TARGET-systemet.

# Alternativ 1: Tilbake til markedene

Dette forslaget går ut på bremse gjeldsveksten til de landene som i dag har store underskudd på TARGET-balansen, gjennom å endre de betingelsene som gjelder for refinansieringslån. Som tidligere forklart, er disse lånene underlagt restriksjoner i form av rente, sikkerhet og likviditetsskranker. Ved å øke kravet til sikkerhet og redusere likviditetsskrankene, vil til slutt kapitalmarkedet (dvs. obligasjons- og interbankmarkedet) ende opp med å bli den primære formen for forretningsbankens finansiering.

Ved finansiering i kapitalmarkedet, vil utlånsrenten til forretningsbankene bli påvirket av risikopremien i kapitalmarkedet. En risikopremie som vil variere i takt med investorenes oppfatninger om bankenes soliditet. En konsekvens av denne politikken vil måtte bli en kredittkontraksjon, siden det nå kun er låneprosjekter med solid lønnsomhetsprofil som blir realisert. På litt lengre sikt, bærer en slik politikk bud om reduserte priser, forbedring av konkurranseevne og reallokering av arbeidskraft

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 finansielle ustabilitet. Dermed vil problemer som finansiering av statsgjeld og bankkonkurser, som dagens pengepolitikk har holdt nede, flyte til overflaten igjen. Men dette er uansett problemer som på sikt må løses. Dette alternativet har den fordelen at den tvinger de politiske aktørene til å løse problemene her og nå, framfor fortsette dagens politikk med å kjøpe seg tid i bytte mot større ubalanser. En kan også hevde at dette alternativet virkeliggjør i sterkere grad de reelle kostnadene for de kriserammede landene ved å foreta omstillinger innenfor eurosamarbeidet. Dermed i sterke grad enn i dag, tydeliggjør gevinsten av fortsatt deltakelse.

# Alternativ 2: Økt inflasjon i nord

Dersom deflasjonspolitikken som har blitt beskrevet skulle anses som for hard, kan det mildnes noe ved at man forsøker å oppnå inflasjon i landene i nord som i dag har opparbeidet seg høye fordringer på TARGET-balansen. En slik politikk kan for eksempel gjennomføres ved at ESB setter en svært lav refinansieringsrente (dvs. nær null) kombinert med muligens negativ innskuddsrente, høyt krav til sikkerhet og vide likviditetsskranker: Vi ender da trolig opp med en løsning hvor det kun er de mest solide bankene i nord som velger å finansiere seg vie den nasjonale sentralbanken.

Utfallet av en slik politikk vil bidra til økt opplåning i de landene som i dag har fordringer på TARGET-balansen. Den økte etterspørselen som kredittveksten fører til vil på hjemmebane drive opp pris- og lønnsnivået. For den andelen som går til import, vil effektene være på linje med de resultater som har blitt diskutert tidligere, men slik at prosessen med utvendige penger reverseres.

En bør også merke seg at denne formen for politikk 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.

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

I det siste alternativet samler jeg alle tiltakene som innebærer en intervensjon eller en nedbygging av de frie kapitalbevegelsene i eurosonen. Tiltakene inkluderer derfor allerede igangsatte programmer som ESM (European Stability Mechanism), som er et overnasjonalt organ som skal gi kriselån til banker som har finansielle vanskeligheter. OMT (Outright monetary transaction) programmet til ESB, som gjennom endring av sentralbankens eiendelsside skal få ned rentespreaden mellom landenes statsobligasjoner. Når det gjelder planlagte programmer, kan man legge til dannelsen av en europeisk bankunion og euro-obligasjoner med muligheter for sosialisering av gjeld.

Om enn svært forskjellig i karakter, har disse tiltakene som fellesnevner at de utgjør en intervensjon i det frie kapitalmarkedet og fører derfor til en reprising av risikopremien, enten til finanssektoren eller for statlig finansiering. Populariteten, som spesielt mange EU-vennlige politikere har vist ovenfor disse forslagene, skyldes trolig oppfatningen om at en delsosialisering av gjelden vil føre til en betydelig reduksjon i gjeldskostnadene for de kriserammede landene gjennom en lavere premie. Dermed oppstår muligheten for å komme seg ut av de siste årenes gjeldspiral, og forhåpentligvis over i en ny bane med mulighet til en bærekraftig økonomisk utvikling.

I alle tiltakene ligger det også en innebygd oppfatning om det private kapitalmarkedets sviktende evne til å allokere kapital på en effektiv måte. Dersom kapitalmarkedet innehar gode allokeringsegenskaper, vil det være risikopremien som utgjør den mekanismen som klarerer markedene slik at kapitalen allokeres til de områdene av økonomien hvor den gir høyest forventet risikojustert avkastning. En full innføring av dette alternativet, betyr 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 vekstevnen i eurosonen kunne bli betydelig svekket. I tillegg til dette, vil man ha etablert, i tillegg til det eksisterende TARGET-systemet, enda flere mekanismer for overføring av økonomiske resurser og risiko mellom land i eurosonen.

# 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. TARGET-balansene vil nødvendigvis for alle landene i eurosonen måtte summere seg til null. [↑](#footnote-ref-2)
3. Før dette hadde USA allerede i 1968 gitt opp å forsvare prisen på gull i det frie gullmarkedet. Det oppstod derfor etter denne perioden to forskjellige priser på gull. [↑](#footnote-ref-3)
4. Denne omleggingen har ingen betydning for de resultater som blir diskutert i dett notatet. [↑](#footnote-ref-4)
5. En bør merke seg at obligasjonseiere til insolvente forretningsbanker har en klar egeninteresse at en slik pengepolitikk strekker seg over tid. Dette fordi det øker sannsynligheten for at forfallstidspunktet for obligasjonslånene skal komme før forretningsbanken går konkurs. [↑](#footnote-ref-5)
6. 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-6)
7. Det var blant annet manglende vilje av ESB til å gi Kypros ELA-lån som førte til en kollaps av banksektoren for dette landet i mars 2013. [↑](#footnote-ref-7)