

Vart tar eurokrisen vägen?

Lars Calmfors

Seminarium UD

14 juni 2012

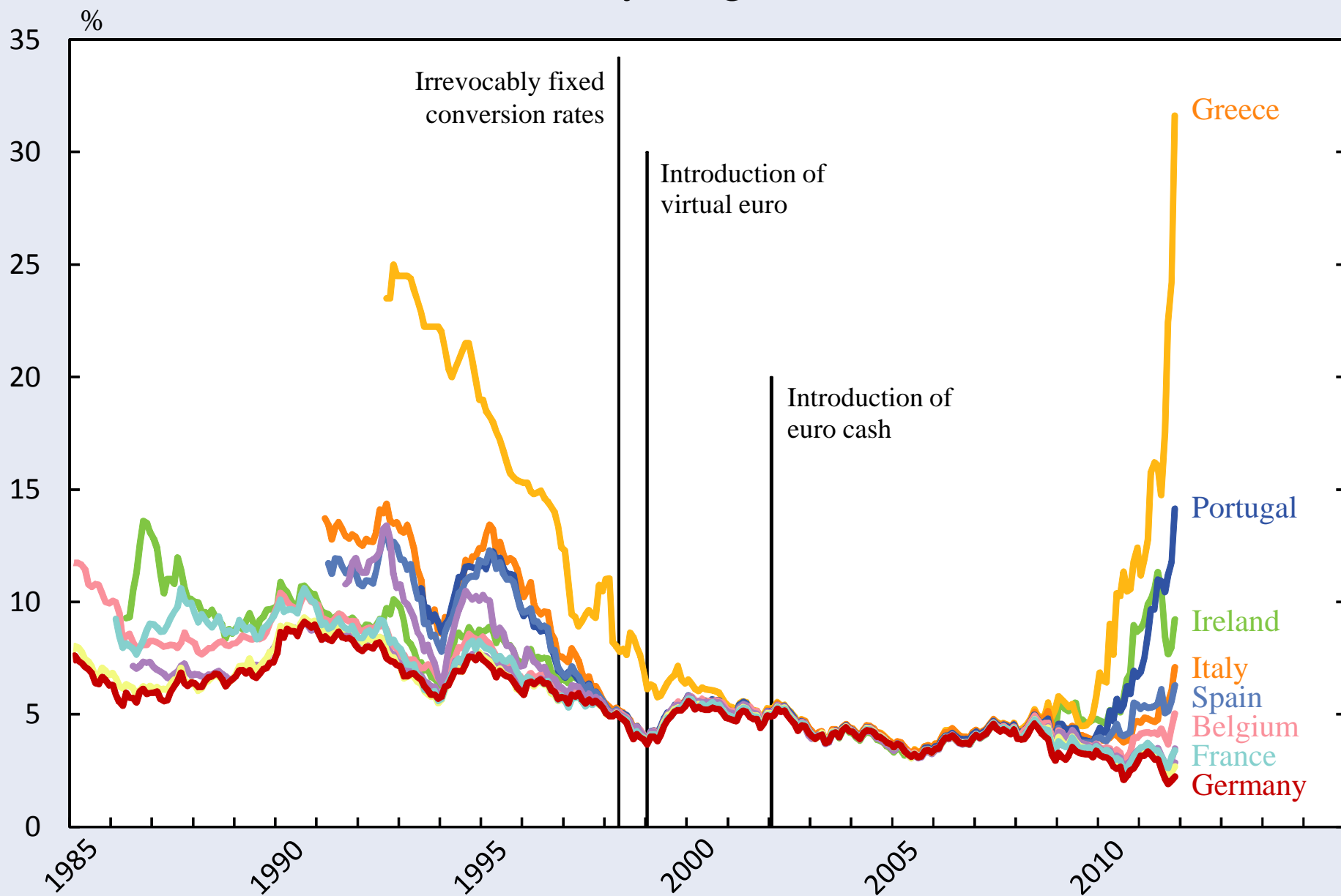
De offentliga finanserna 2011

	Finansiellt sparande (procent av BNP)	Konsoliderad offentlig sektors bruttoskuld (procent av BNP)
Grekland	-9,1	165,3
Irland	-13,1	108,2
Italien	-3,9	120,1
Portugal	-4,2	107,8
Spanien	-8,5	69,6
Cypern	-6,3	71,6
Belgien	-3,7	98,0
Frankrike	-5,2	85,8
Tyskland	-1,0	81,2
Sverige	0,3	38,4

Gigantisk asymmetrisk störning vid EMU-starten

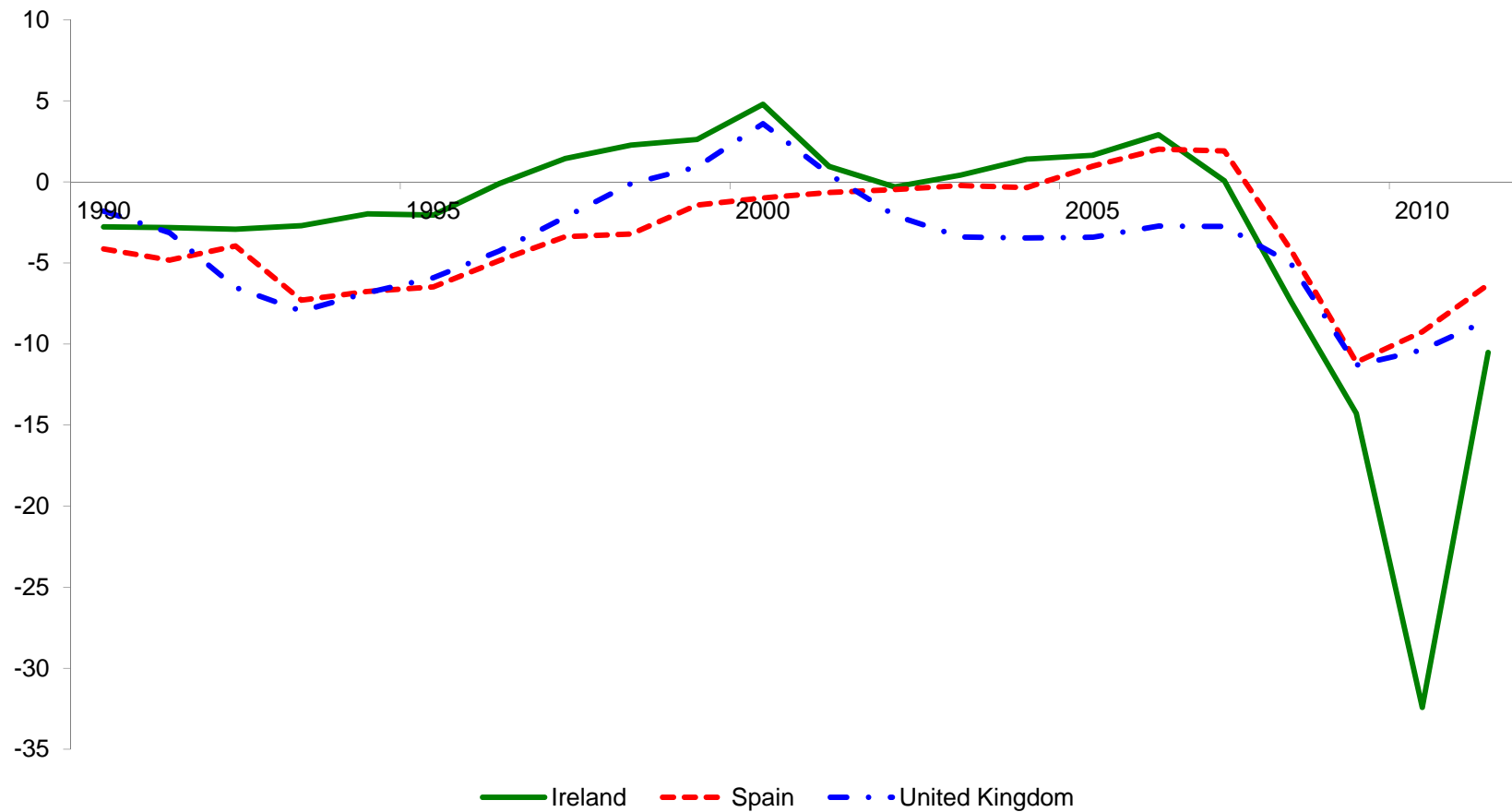
- Kraftigt räntefall i PIGS-länderna leder till överefterfrågan
- Överbelåning i offentlig sektor i Grekland och Portugal
- Överbelåning i privat sektor i Irland och Spanien

Interest rates, ten-year government bonds

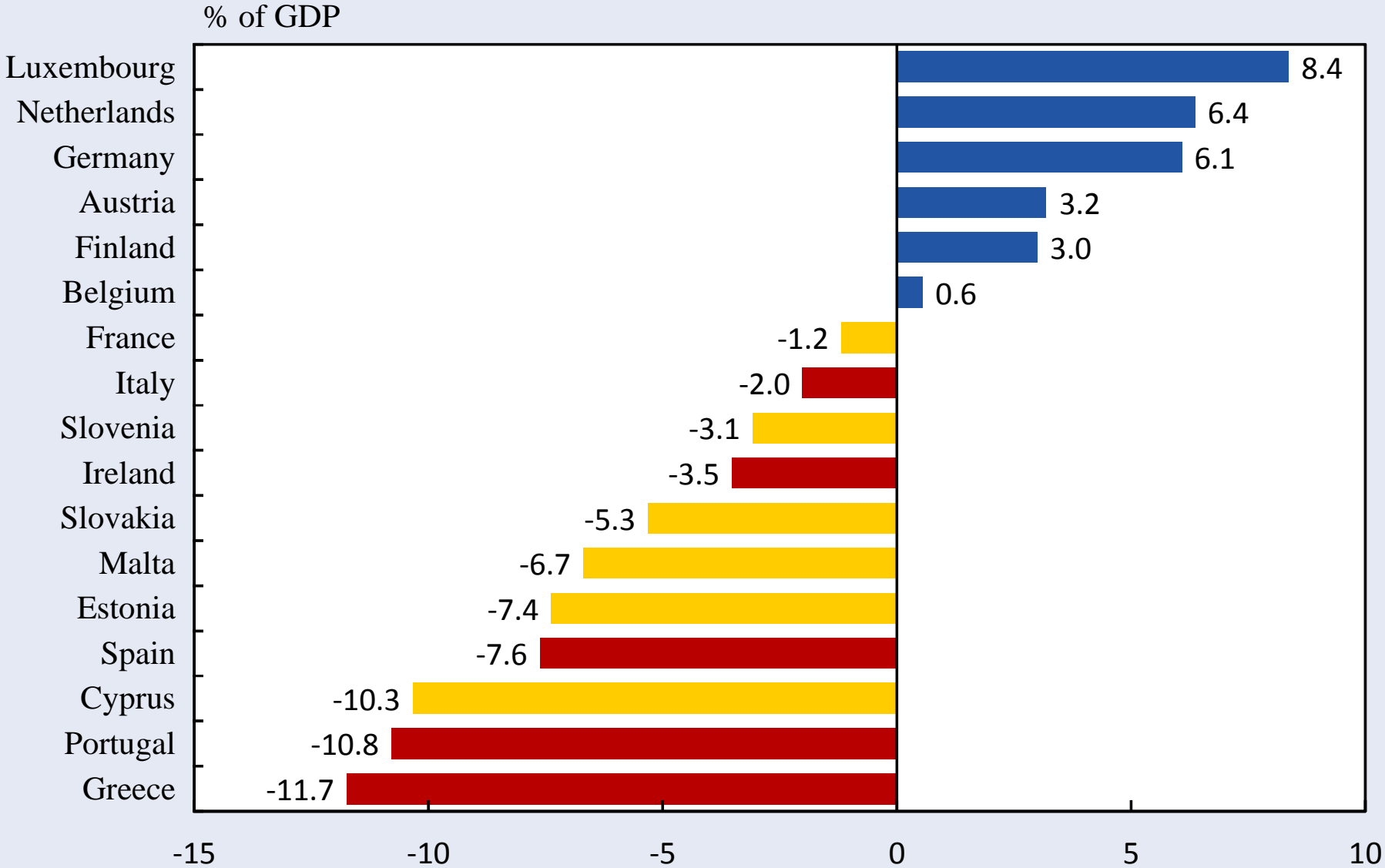


Source: Thomson Reuters Datastream.

General government net lending, per cent of GDP, Ireland, Spain and U.K.
1990-2011



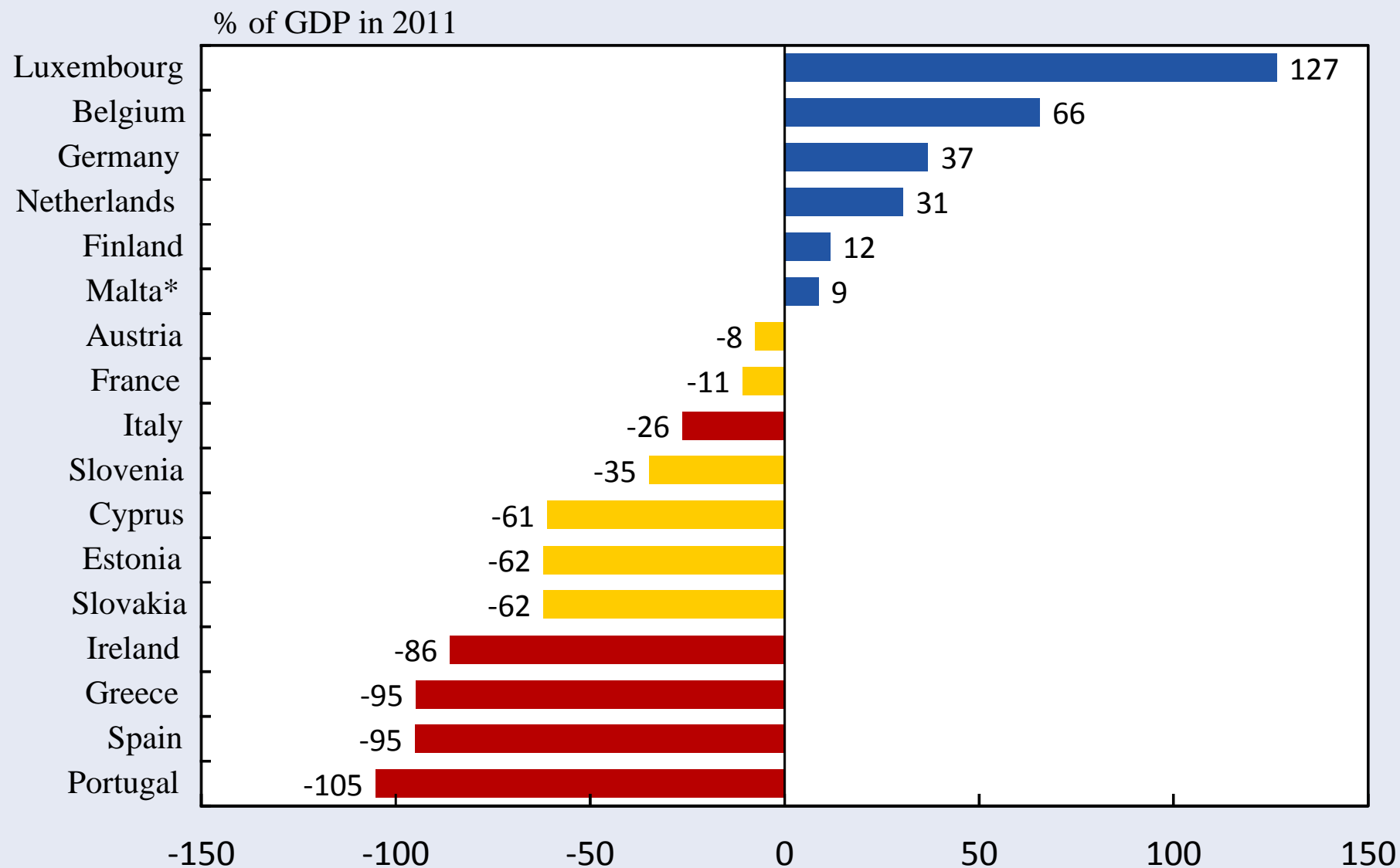
Current account balances 2005-2010



Source: Eurostat, Ifo Institute calculations.

Net foreign position relative to GDP

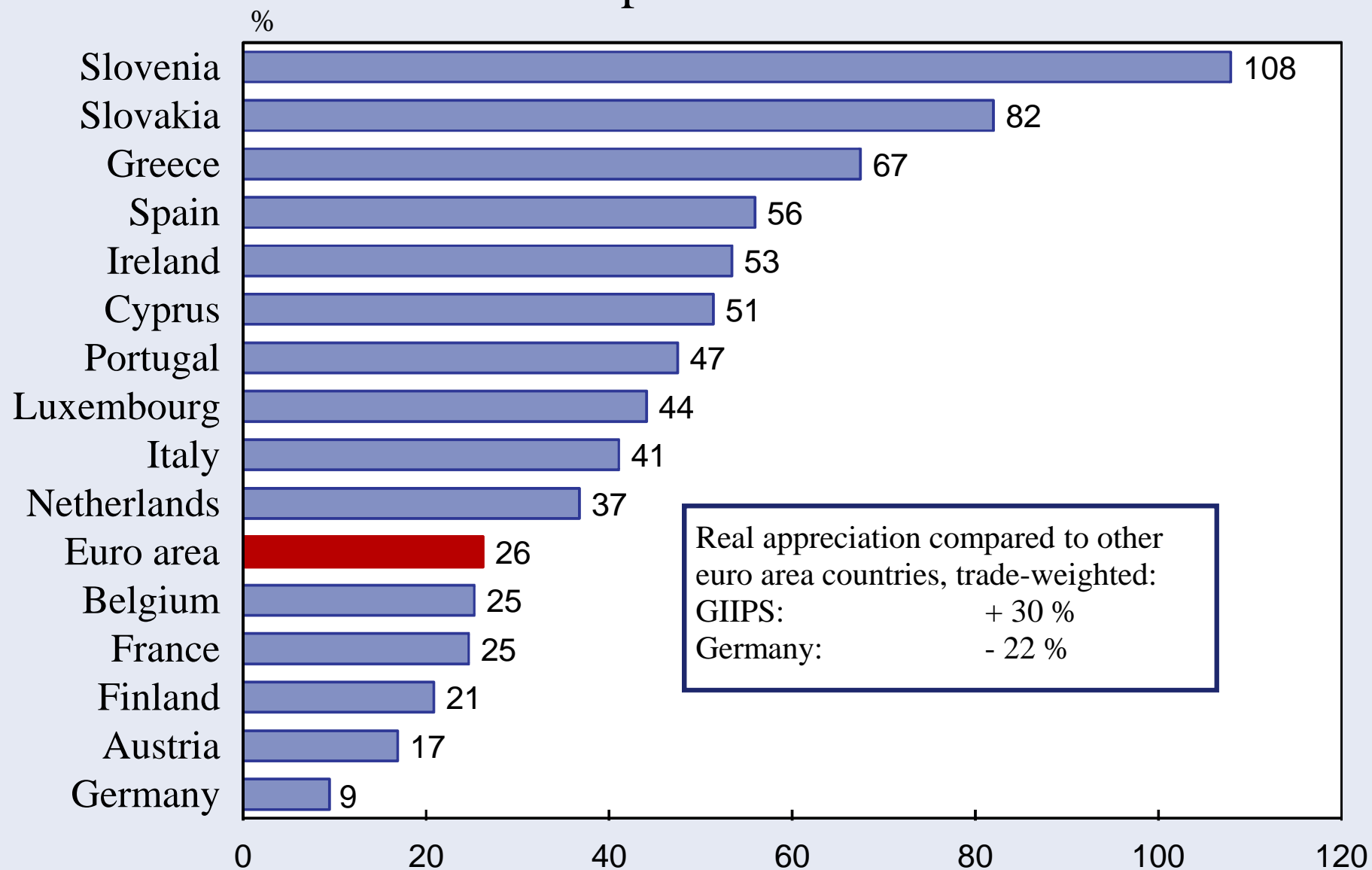
End of June 2011



*End of December 2010.

Source: Eurostat, Ifo Institute calculations.

Price developments 1995-2008



Note: Price change and exchange rate realignments (before May 1998).

Source: Eurostat, Database, *Economy and Finance, National accounts, GDP and main components - Price indices*; Ifo Institute calculations.

De största stöden till krisländerna har kommit via Eurosystemet (ECB och nationella centralbanker)

- Finanskrisen innebar att de privata kapitalinflödena för att finansiera PIGS-ländernas bytesbalansunderskott stoppade upp
 - likvida medel har flyttats till banker i Tyskland
- I ett system med fasta växelkurser hade det blivit **betalningsbalanskriser** och devalveringar
- I stället har de nationella centralbankerna i krisländerna tillskjutit likviditet (mot dåliga säkerheter)
- Samtidigt har de fått skulder i **Targetsystemet**
- Bundesbank har i stället fått fordringar i **Targetsystemet**

Balansräkningar i Targetsystemet

Insättare (I)

GB	
TB	

Grekisk bank (GR)

R	I
	GNCB

Greklands centralbank (GNCB)

GB	ECB
----	-----

ECB

GNCB	BB
------	----

Bundesbank (BB)

ECB	TB
-----	----

Tysk bank (TB)

BB	I
----	---

Figure 2:

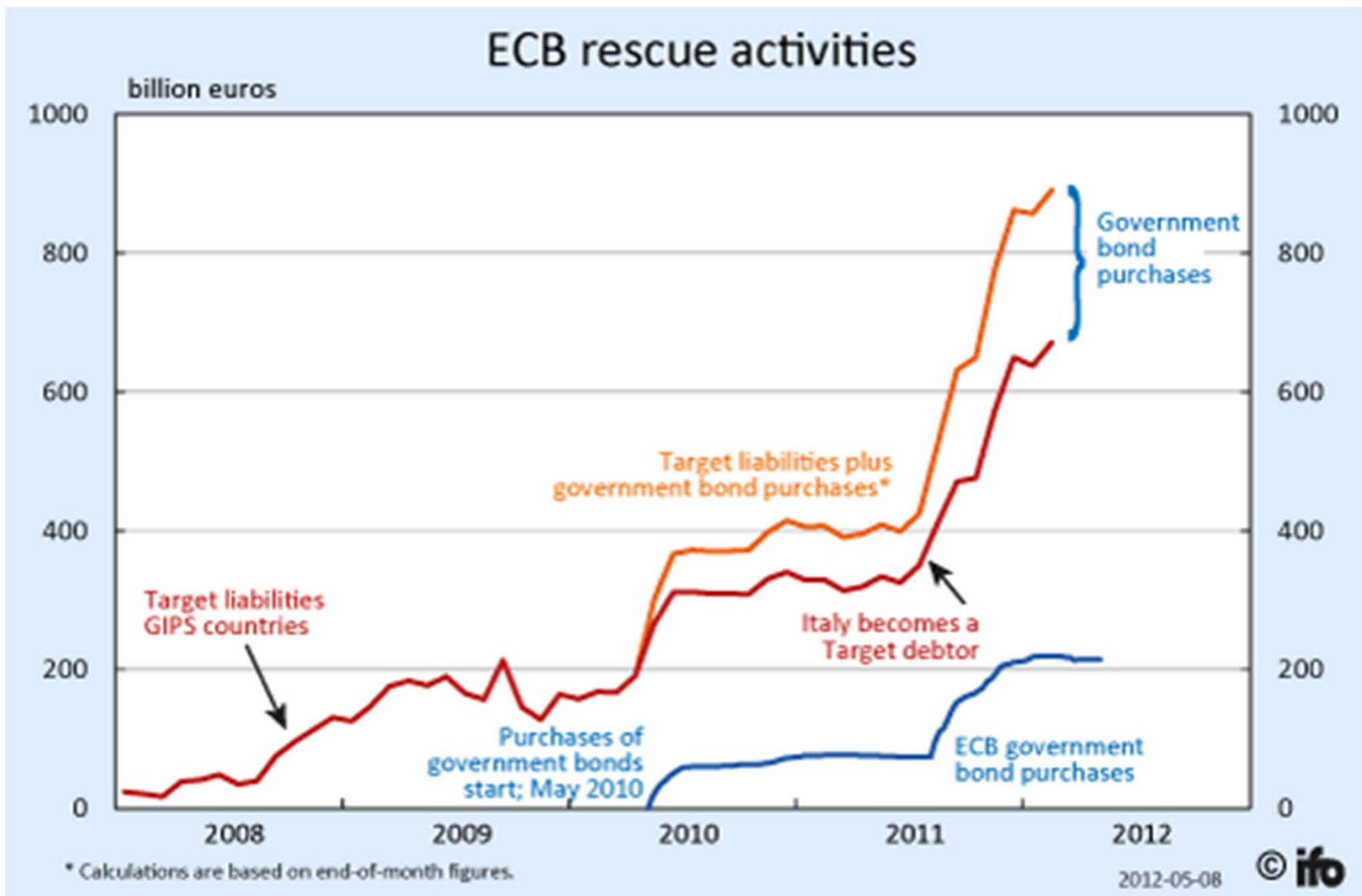
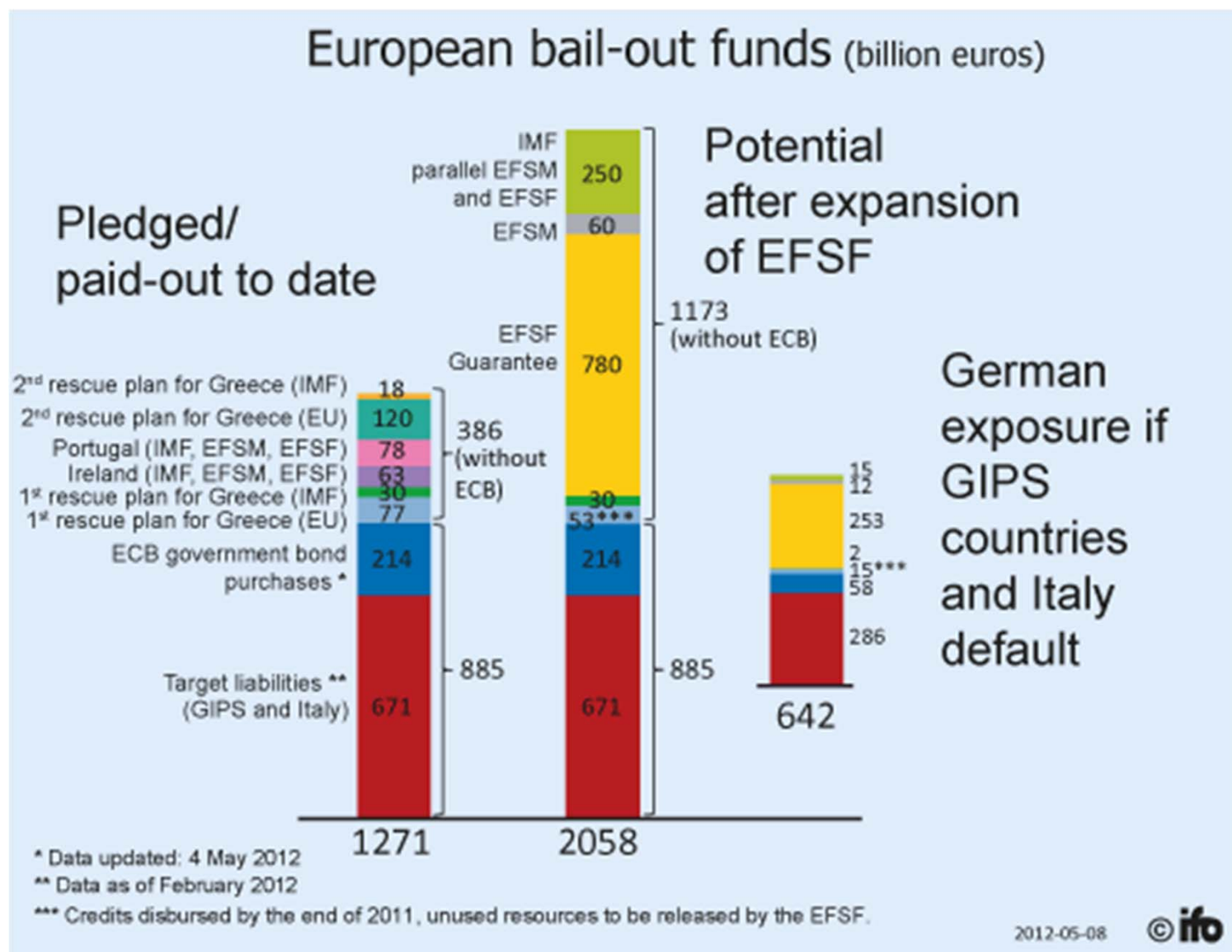


Figure 1:



Problemet med finanspolitiska åtstramningar

- Nödvändigt för att minska budgetunderskotten
- Men efterfrågan, produktion och sysselsättning sjunker
- Därmed sjunker också skatteintäkterna
- Förhållandevis små minskningar av budgetunderskotten

Risk för "credit crunch"

- Kapitalförluster i banker (risk för euroutträde)
 - svårigheter med marknadsfinansiering
 - risk för "bank runs"
- Höjda kapitaltäckningskrav
- Samspel mellan bankkriser och statsfinansiella kriser
 - kapitalförluster på bankernas innehav av statspapper
 - men krisländer är inte kapabla att rekapitalisera nödlidande banker
- Långsam kredittillväxt 2009-12
- Temporär motverkande effekt från ECBs LTROs

BNP-tillväxt (procent)			
	2010	2011	2012
Grekland	-3,5	-6,9	-4,7
Irland	-0,4	0,7	0,5
Portugal	1,4	-1,6	-3,3
Spanien	-0,1	0,7	-1,8
Italien	1,8	0,4	-1,4
Cypern	1,1	0,5	-0,8
Tyskland	3,7	3,0	0,7
Euroområdet	1,9	1,5	-0,3
Sverige	6,1	3,9	0,3

Arbetslöshet 2012 (procent)	
Grekland	19,7
Irland	14,3
Portugal	15,5
Spanien	24,4
Italien	9,5
Cypern	9,8
Belgien	7,6
Frankrike	10,2
Tyskland	5,5
Euroområdet	11,0
Sverige	7,7

Alternativa strategier

- ”Muddling through”
- Tillväxtstrategi
- Real depreciering i krisländerna
- Utvidgade stödinsatser
- Skuldnedskrivningar
- Grexit

”Muddling through”

- Fortsätta nuvarande strategi
- Hittillsvarande stödinsatser +
åttstramningar/reformer i krisländerna
- Långsam anpassning
- Verkar inte fungera – nya kriser blossar upp
med jämna mellanrum

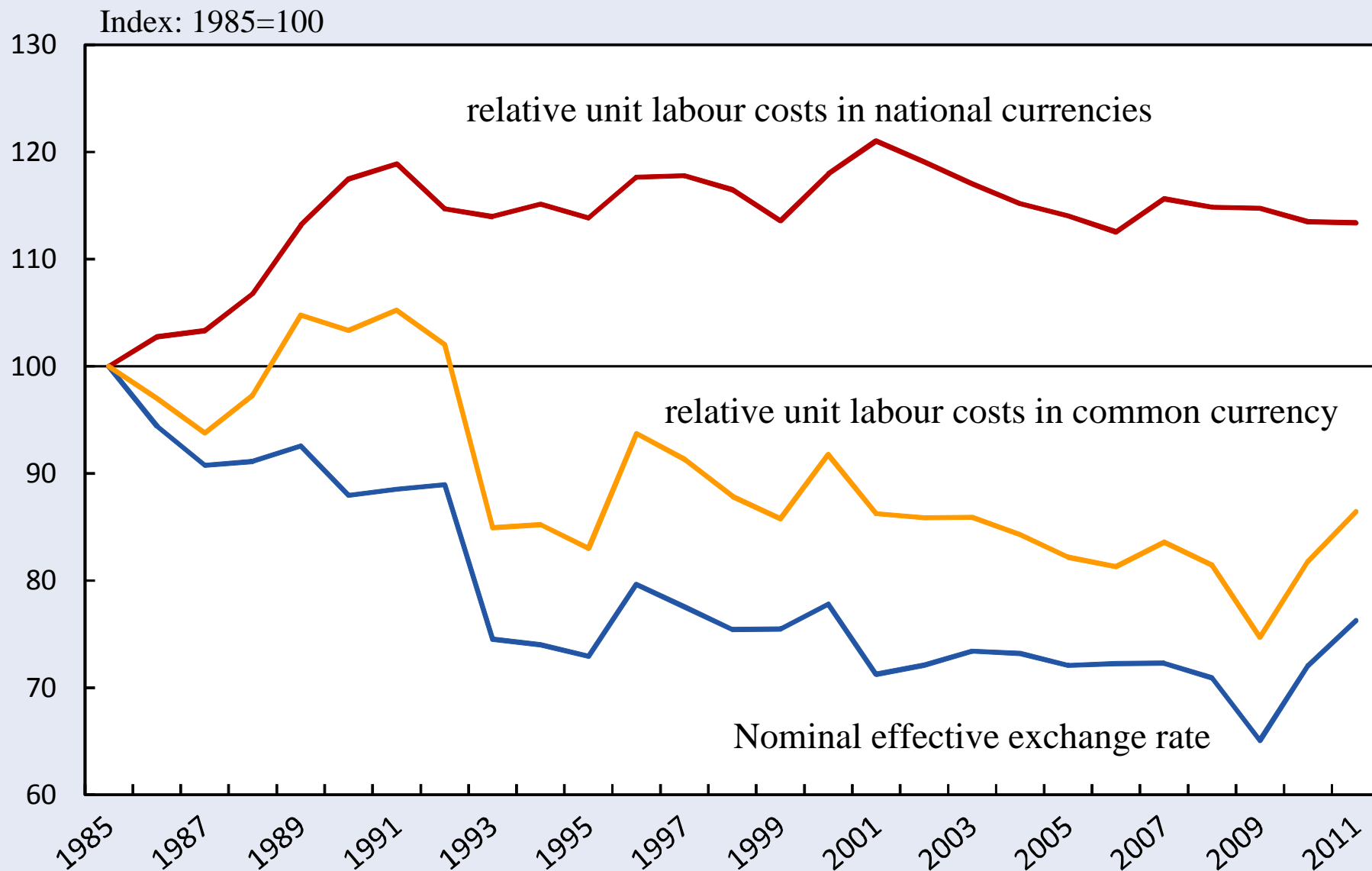
Kantring i diskussionen mot tillväxt

- Ökad tillväxt skulle mildra statsskuldproblemen
 - större skatteintäkter
 - lägre skuldkvot för givet finansiellt sparande som andel av BNP i offentlig sektor
- Men högre tillväxt kan inte kommenderas fram
- Strukture reformer ger effekt först på lång sikt
- På kort sikt bestäms tillväxten av **efterfrågan**
- Krisländerna har inga möjligheter föra mer expansiv finanspolitik
- Mer expansiv finanspolitik i Tyskland skulle ge visst bidrag
- Mer expansiv penningpolitik av ECB skulle också ge visst bidrag
- Men effekterna skulle vara begränsade

Krisländerna behöver reala deprecieringar

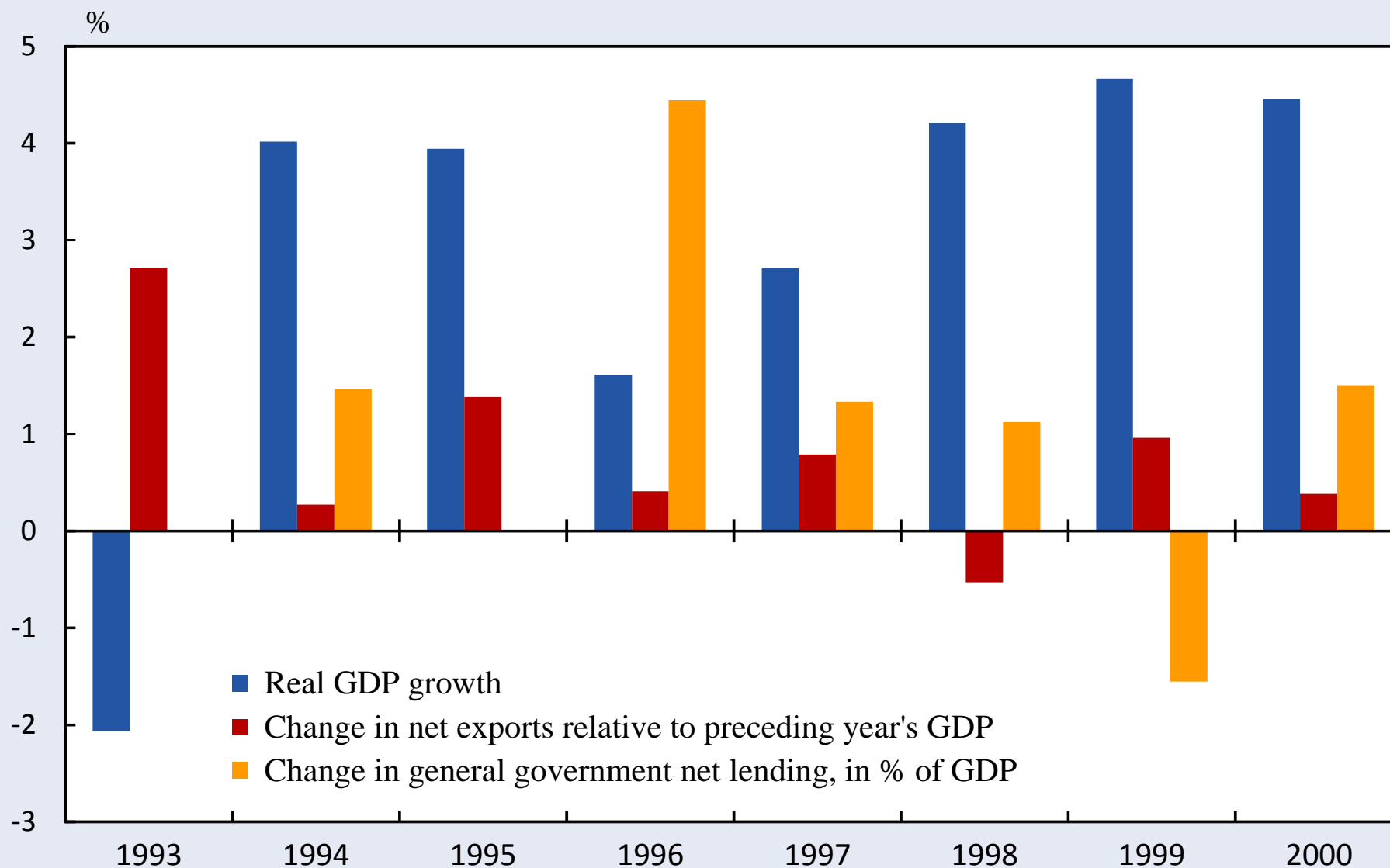
- Sänkning av löner och priser i förhållande till konkurrentländerna (övriga euroländer)
- Stimulans av nettoexporten
- Högre nettoexport kan dra igång tillväxtprocess
- Men svårt åstadkomma real depreciering utan nationell valuta som kan depreciera nominellt
- Tidsödande process som bara kan genomföras till priset av hög arbetslöshet
- Men Tyskland kan bidra till reala deprecieringar i krisländerna genom högre pris- och löneökningar

Nominal exchange rate and relative unit labour costs vis-à-vis EU-15 for Sweden



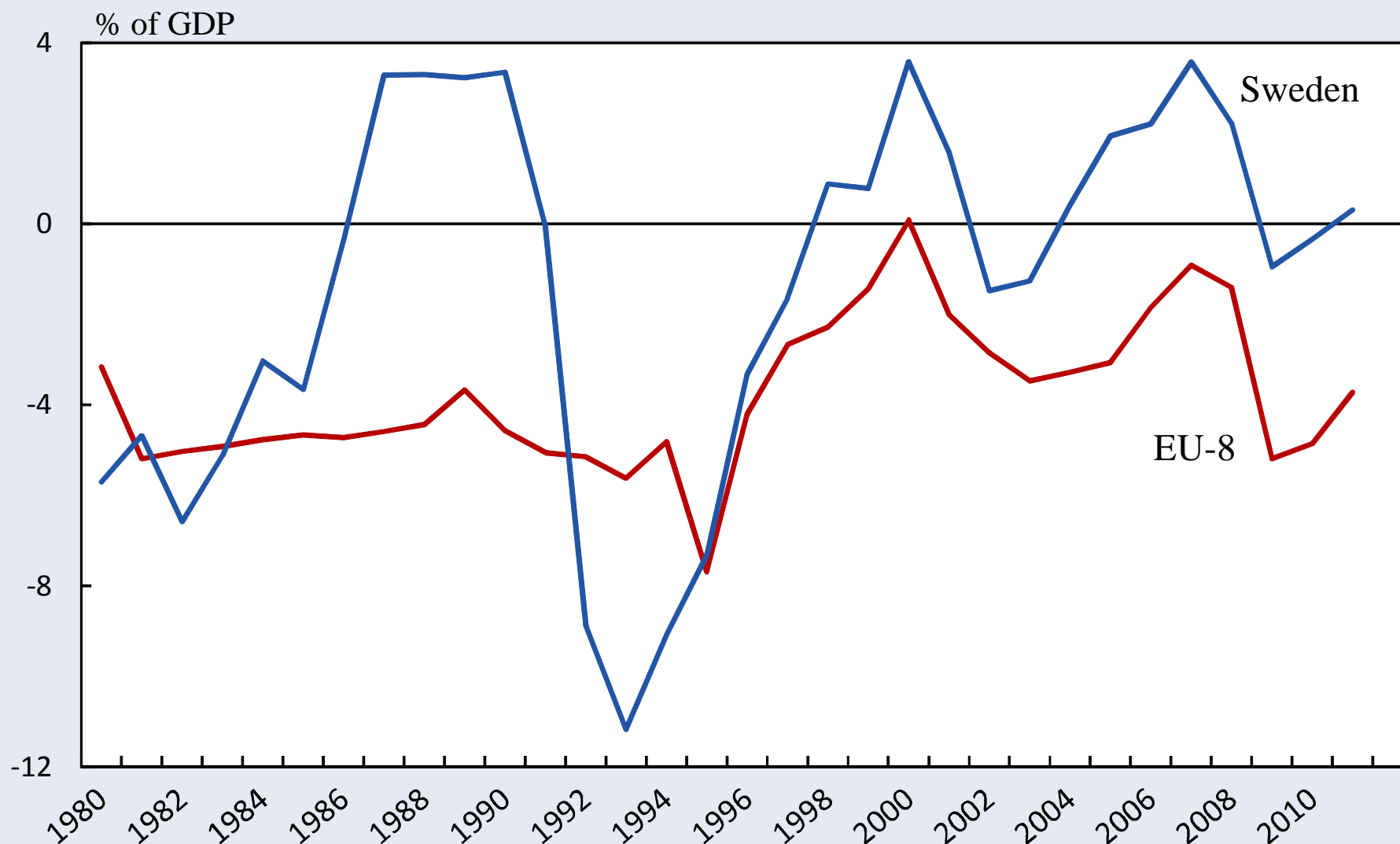
Sources: Ameco and own calculations.

Fiscal consolidation, GDP growth and change in net exports in Sweden, 1993-2000



Sources: Ameco and own calculations.

General government net lending in Sweden and the euro area



Note: EU-8 is a weighted average for Austria, Belgium, Finland, France, (West) Germany, Italy, the Netherlands and Portugal.

Sources: OECD Economic Outlook No. 89 (Sweden); and Ameco and own calculations (EU-8).

Förändring i lönekostnad 2008-2011 (procent)	
Grekland	-2,7
Irland	-5,7
Portugal	3,4
Spanien	5,1
Italien	5,5
Tyskland	5,1
Euroområdet	5,7

Förändring i enhetsarbetskostnad 2008-2011 (procent)	
---	--

Grekland	-2,9
Irland	-19,5
Portugal	-3,4
Spanien	-8,5
Italien	-1,0
Tyskland	-0,5
Euroområdet	-3,3

Massiva stödinsatser

- Räddningsfonden (stöd ex post)
- Euroobligationer (stöd ex ante)
- Eurosystemets (ECBs) stödköp och utlåning till banker mot säkerheter i krisländernas statspapper (risk för kapitalförluster som i slutändan belastar skattebetalarna)
- **Ingen principiell skillnad mellan dessa stödformer**
 - moral hazard på både kort och lång sikt
 - fördragsbrott (!?)

Två synsätt

Självuppfyllande förväntningar

- Massiva stöd håller nere räntorna och därmed blir krisländerna solventa
- Stöden är likviditetsstöd som inte har någon långsiktig kostnad

I grunden insolventa krisländer

- Massiva stöd innebär att medlemsländerna tar över de osäkra privata fordringarna
- Stora kapitalförluster för skattebetalarna i de länder som står för stöden

Behov av bankstöd

- Även utan ytterligare skuldnedskrivningar
 - Spanien
 - Grekland
 - Cypern
- Räddningsfonden öronmärker pengar till staterna för att de ska rekapitalisera bankerna
- Diskussion om att räddningsfonden ska kunna göra direkta kapitalinsatser och ta över banker
 - rädsla i Tyskland för mindre "conditionality"
 - men mer europeisk kontroll av bankerna
 - ofta god affär för staten ta över nödlidande banker
- Inte ökad statlig skuldsättning i krisländerna

Två typer av bankproblem

Likviditetsproblem

- Bank runs – placerarna tar ut sina pengar
- Behov av likviditet
- Kan tillgodoses av ECB

Solvensproblem

- Behov av rekapitalisering – nytt ägarkapital måste tillskjutas
- Moral-hazard-problemet hanteras i förhållande till tidigare ägare
- Men bara delvis i förhållande till bankledningarna
- Fråga för regeringarna
- Europeisk insättningsgaranti (deposit insurance)

Skuldnedskrivningar

- Historiskt har skuldnedskrivningar förkortat anpassningen vid statsskuldkriser
 - mindre behov av finanspolitiska åtstramningar
 - hanterar moral-hazard-problemet gentemot långivare
 - förvärrar moral-hazard-problemet för länder
 - balanseras av att konkursande land utestängs från den internationella kapitalmarknaden under lång tid
- Behov ge bankstöd
 - men billigare än att ge stöd till **alla** långivare
 - men nu har staterna tagit över en stor del av de tidigare privata fordringarna
- Incitament för ett land göra skuldnedskrivning om det det primära budgetsaldot är noll
 - skatteintäkterna finansierar alla offentliga utgifter utom statsskuldräntorna

Primärt finansiellt sparande 2012 (procent av BNP)	
---	--

Grekland	-1,0
Irland	-4,3
Portugal	0,1
Spanien	-3,3
Italien	3,4
Cypern	-0,2

Grexit

Fördelar

- Real depreciering underlättas
- Snabbare anpassningsprocess

Nackdelar

- Besvärlig process
- Bank runs måste hanteras med frysta tillgångar och valutakontroller
- Djupare kris på kort sikt
- Smittoeffekter på andra länder
 - bank runs där också
 - höjda räntor förvärrar problemen också där

När kan ett grekiskt utträde bli aktuellt?

- Majoritet för att behålla euron
- Oordnad konkurs om europeiskt stöd uteblir
 - omöjligt få politisk majoritet för att balansera kvarvarande utgifter (exklusive räntor) och skatteintäkter
 - behov av bankstöd
- Finansiering genom sedelpressarna
- Inflationsrisk

Alternativa "gredits"

Minimivariant

- Parallella valutor
- Nationell valuta för att betala offentliga utgifter – sedelpressfinansiering
- Löser inte konkurrenskraftsproblemet
- Alla fordringar/skulder kvar i euro

Maximivariant

- Alla löpande transaktioner
- Alla interna fordringar/skulder
- Skuldtjänsten till utlandet blir svårare att klara om dessa kvarstår i euro
- Serie av privata konkurser

Överlever euron?

- Skuldnedskrivningar behöver inte hota euron
- Finanspolitisk integration är konsistent med storskaliga stöd
- Otillräcklig finanspolitisk integration och storskaliga stöd är inte förenliga med gemensam valuta på lång sikt
- Accepterar väljarna i syd långtgående finanspolitisk integration?
- Accepterar väljarna i norr att betala räkningarna?
- Nordeuro och sydeuro?

BNP-tillväxt (procent)			
	2010	2011	2012
USA	3,0	1,7	2,0
Japan	4,4	-0,7	1,9
Övriga Asien	9,0	7,2	6,9
Latinamerika	6,1	4,4	3,6
Euroområdet	1,9	1,5	-0,3
Världen	5,1	3,7	3,3