

Euron och räntemarknaden

Lars Calmfors

Handelsbanken Capital Markets

14 mars 2012

Gick utvecklingen att förutse?

Asymmetriska störningar

- Gemensam ränta kan vara fel för enskilt land med avvikande konjunktur-utveckling
- Svårt genomföra reala växelkursförändringar utan egen valuta

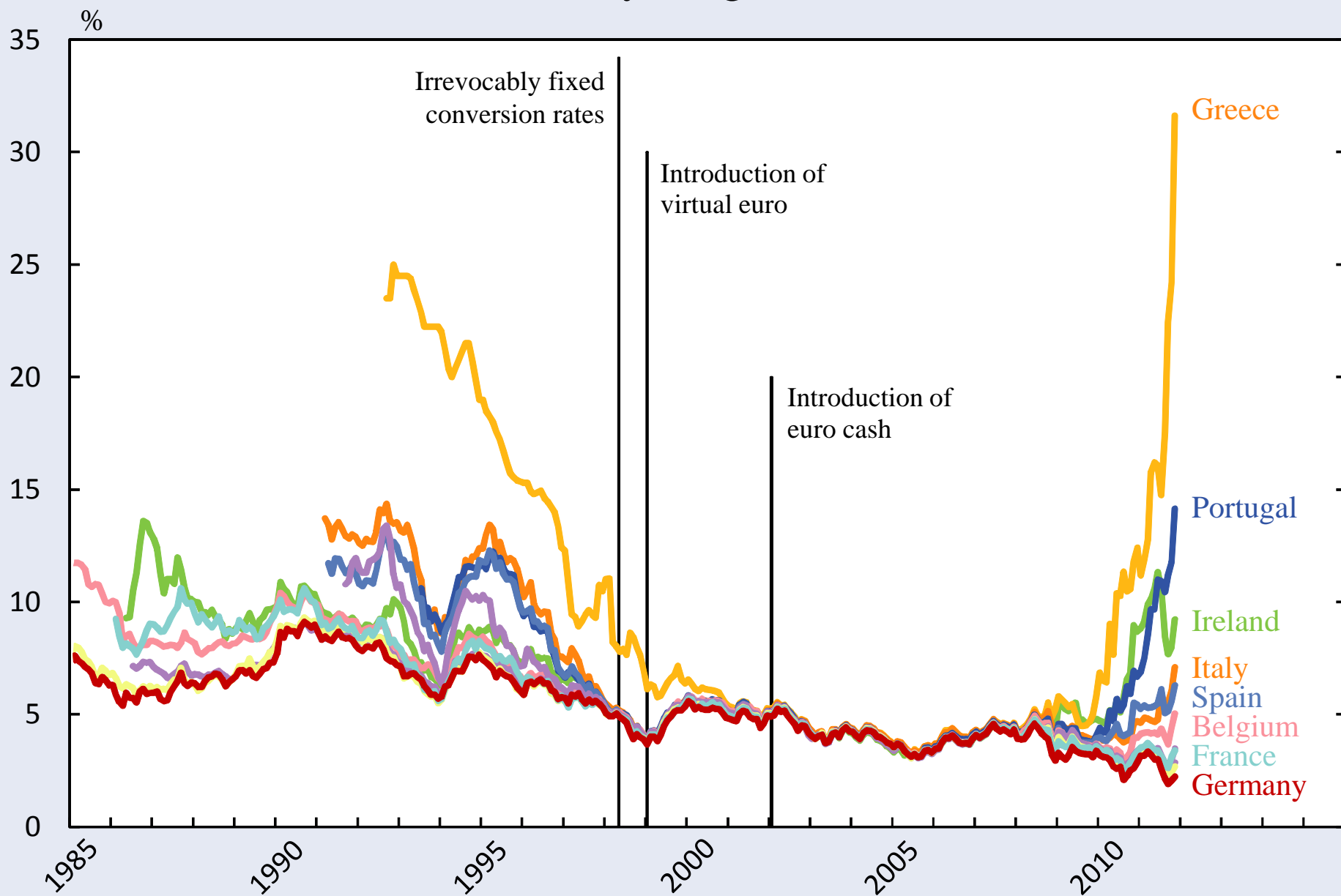
Risk för bail-outs

- Moral hazard därför att starka incitament stödja länder som hamnar i skuldkriser
- No-bail-out clause och förbud mot centralbanksfinansiering av statskulder
- Excessive Deficit Procedure och Stabilitetspakten

Gigantisk asymmetrisk störning vid EMU-starten

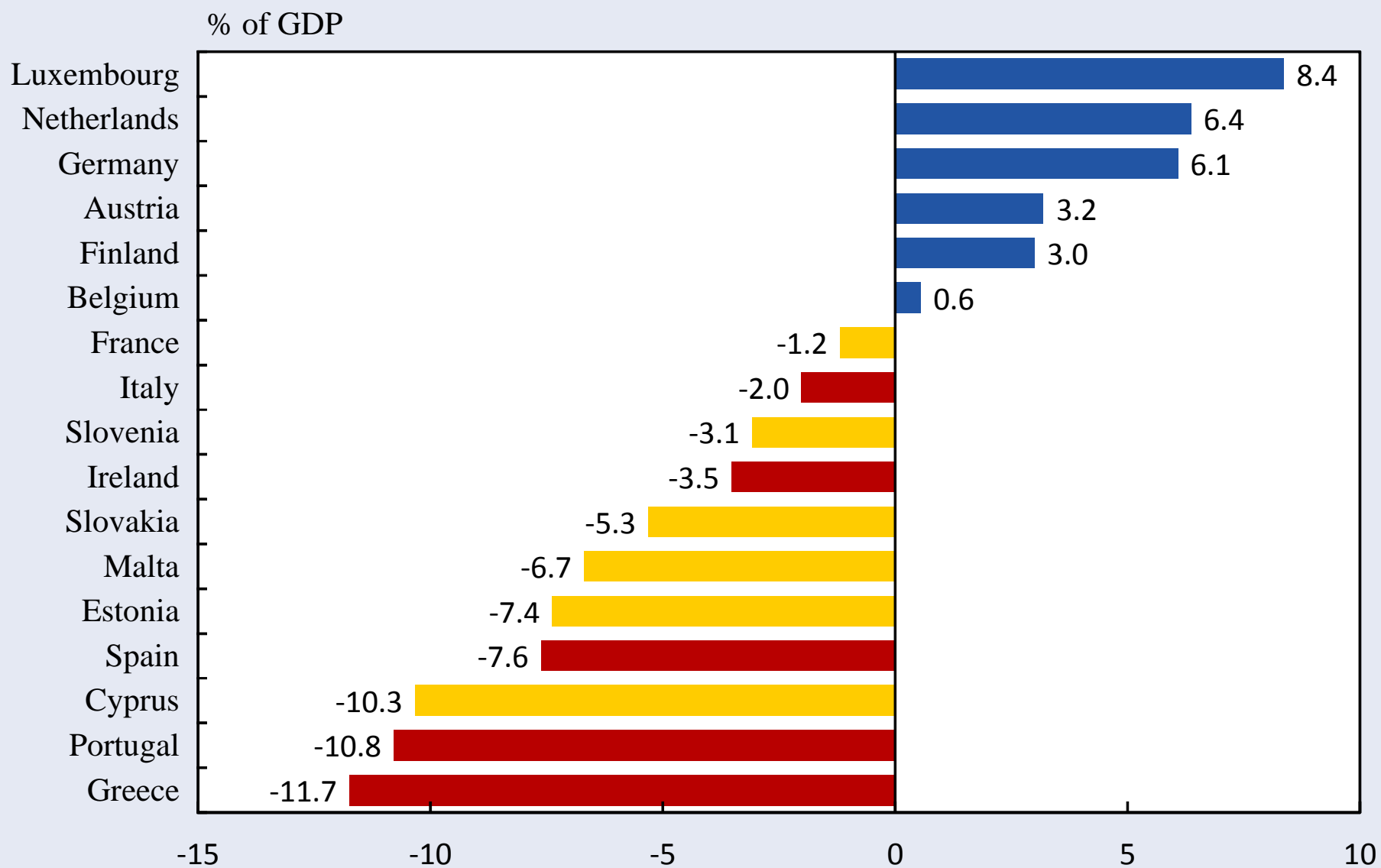
- Kraftigt räntefall i PIGS-länderna leder till överefterfrågan
- Överbelåning i offentlig sektor i Grekland och Portugal
- Överbelåning i privat sektor i Irland och Spanien

Interest rates, ten-year government bonds



Source: Thomson Reuters Datastream.

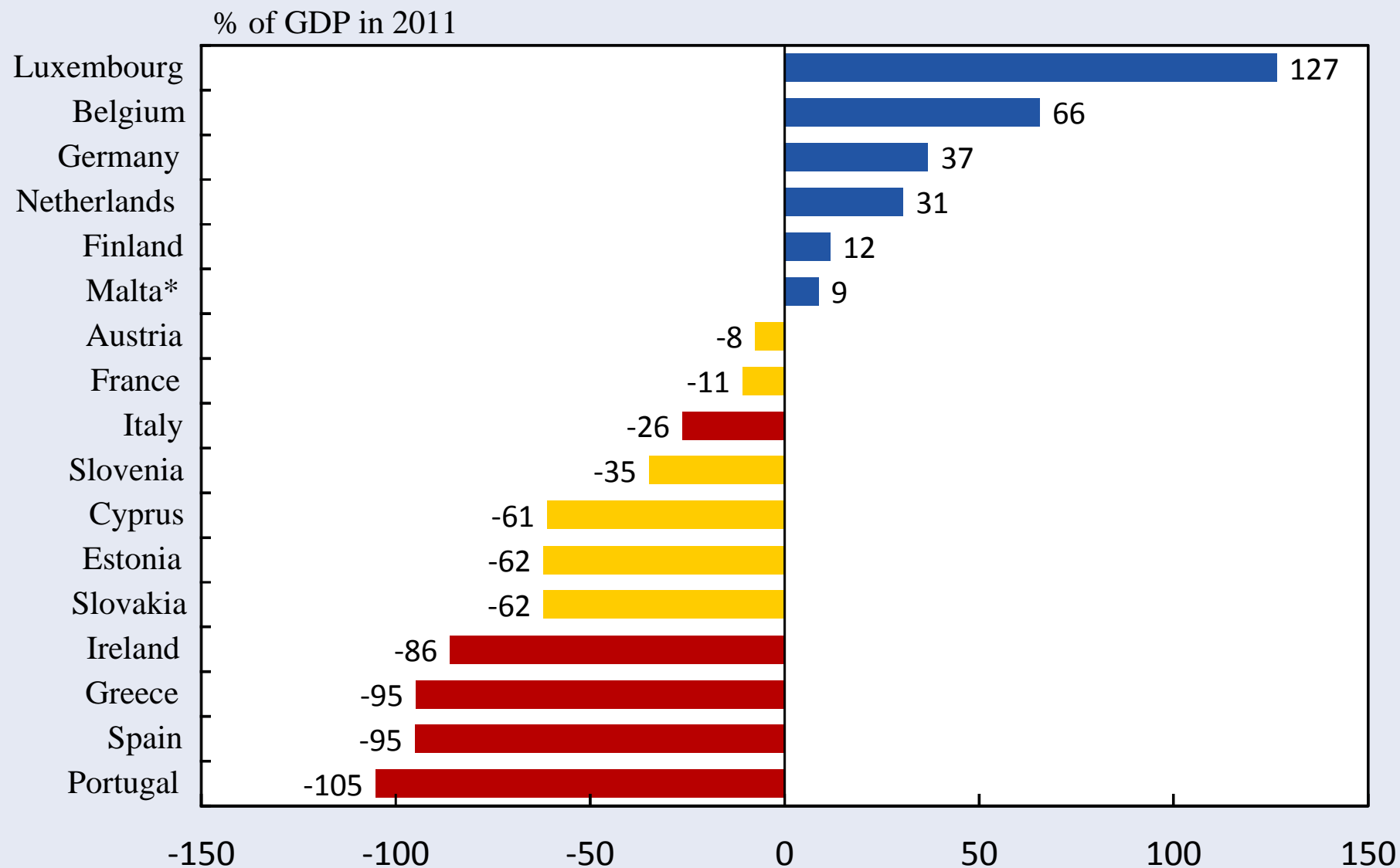
Current account balances 2005-2010



Source: Eurostat, Ifo Institute calculations.

Net foreign position relative to GDP

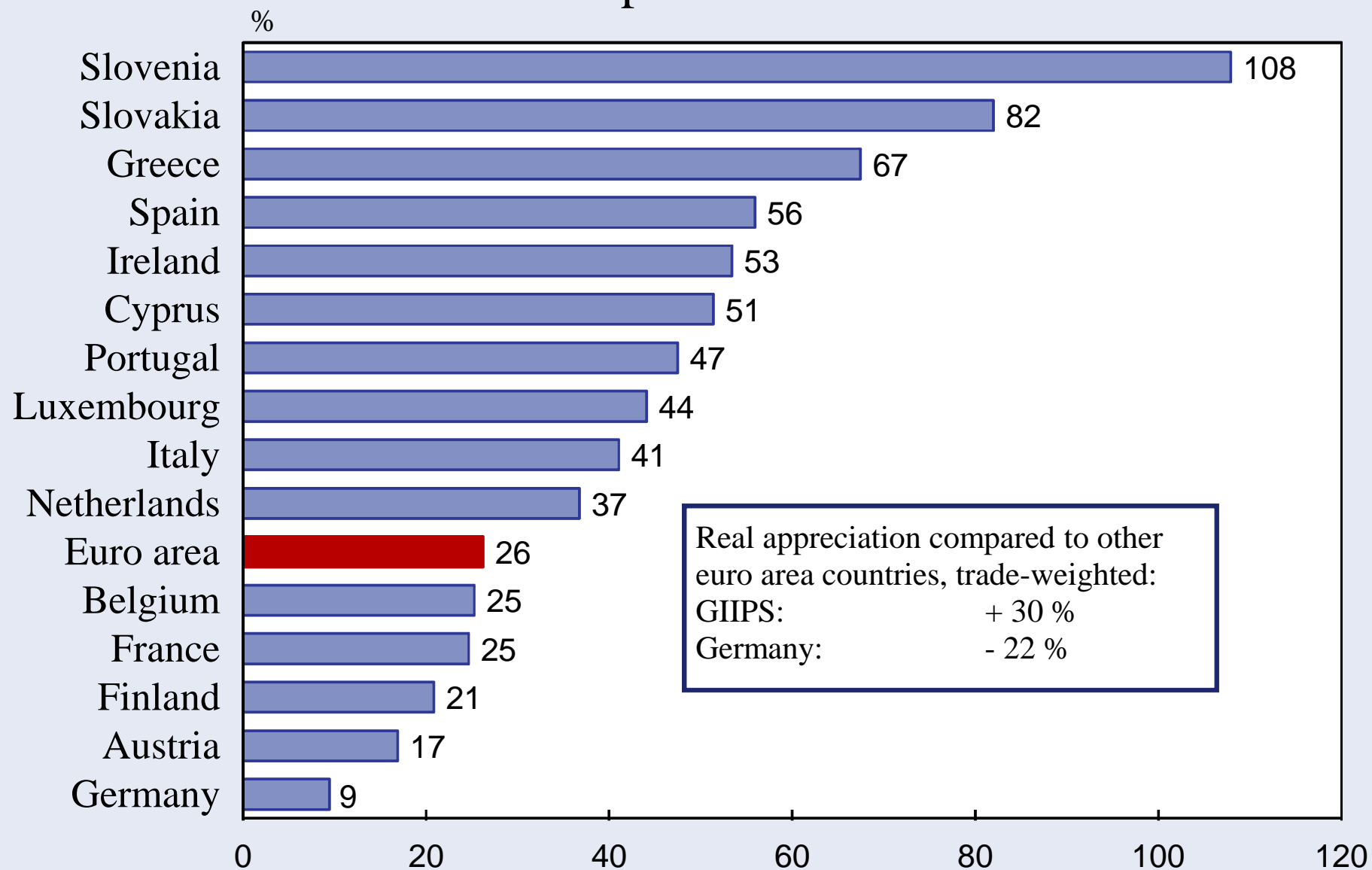
End of June 2011



*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.

EMU-utredningen

Förstod

- Risken för överhettningar till följd av asymmetriska störningar
- Svårigheterna att göra nödvändiga reala deprecieringar i efterföljande lågkonjunkturer

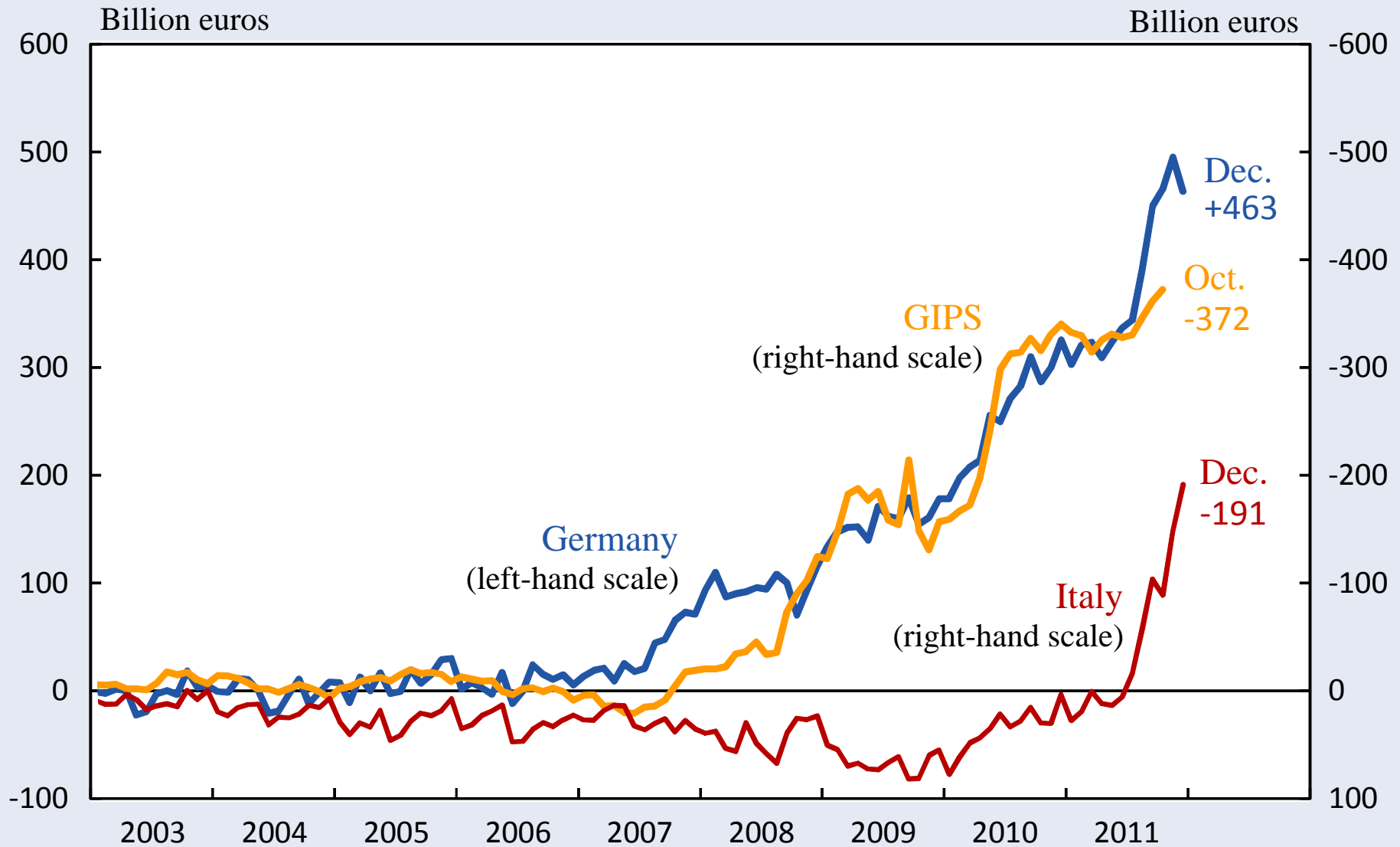
Förstod inte

- Bristen på respekt för de finanspolitiska reglerna
- Risken för internationell finanskris
- Samspelet mellan statsskuldkriser och finanskriser

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

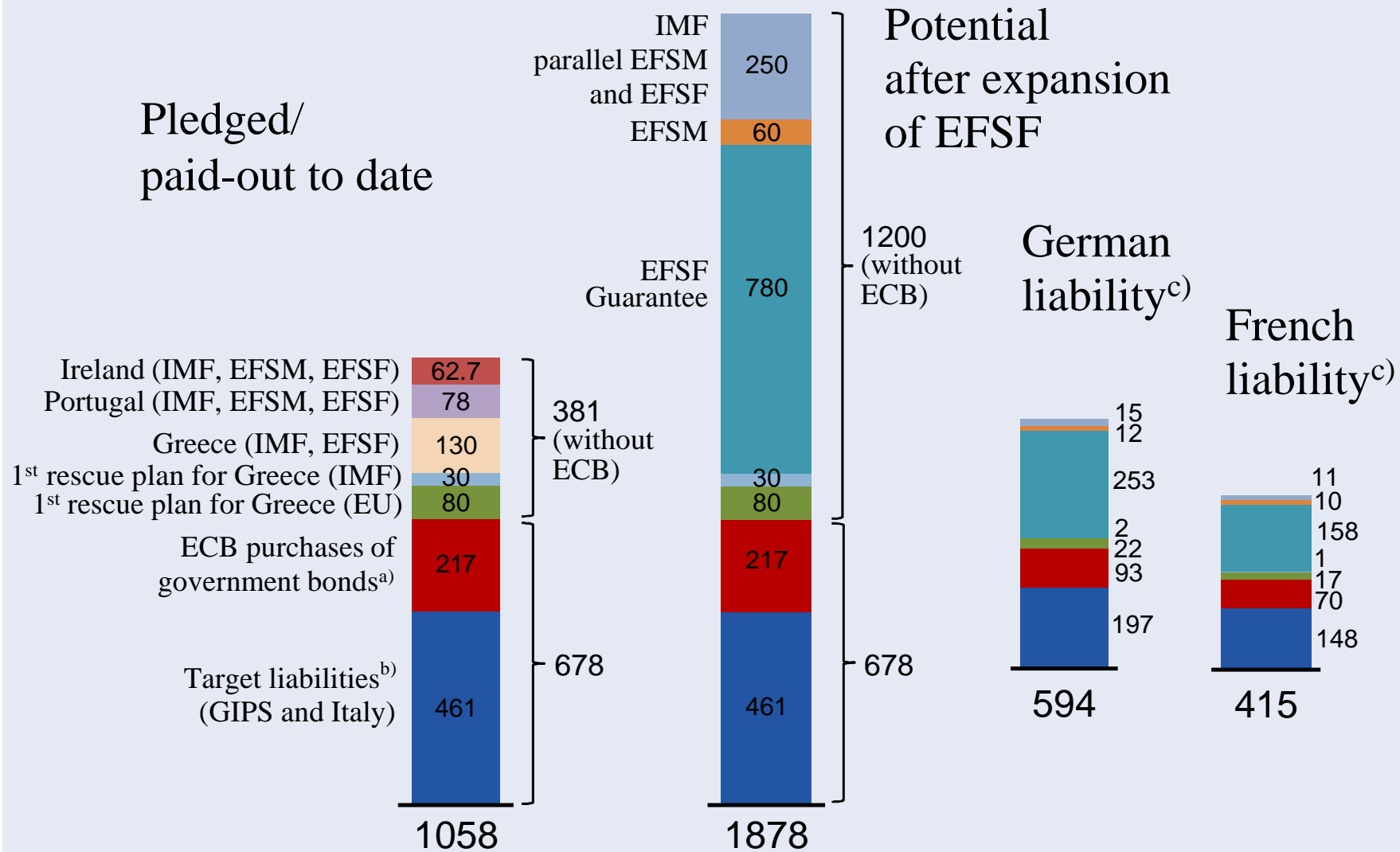
- Finanskrisen innebar att de privata kapitalinflödena för att finansiera PIGS-ländernas bytesbalansunderskott stoppade upp
 - likvida medel har flyttats till banker i Tyskland
- I ett system med fasta växelkurser hade det blivit **betalningsbalanskriser** och devalveringar
- I stället har de nationella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

Target balances in NCBs' balance sheets (money that seeped across borders)



Source: Sinn and Wollmershäuser (2011, Figure 1).

European bail-out funds (billion euros)



a) Data updated: 17 Jan. 2012. - b) End of October 2011. - c) In case of a GIIPS default and a loss of collateral.

Targetkrediterna

- Automatiska betalningsbalansstöd
- Ingen **transparent** diskussion och inga **politiska** beslut
- Kreditkontraktion i krisländerna har undvikits
- Snabb anpassningsprocess med real depreciering motverkas
- Stort risktagande för eurosystemet
- LTRO ytterligare steg på denna väg

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

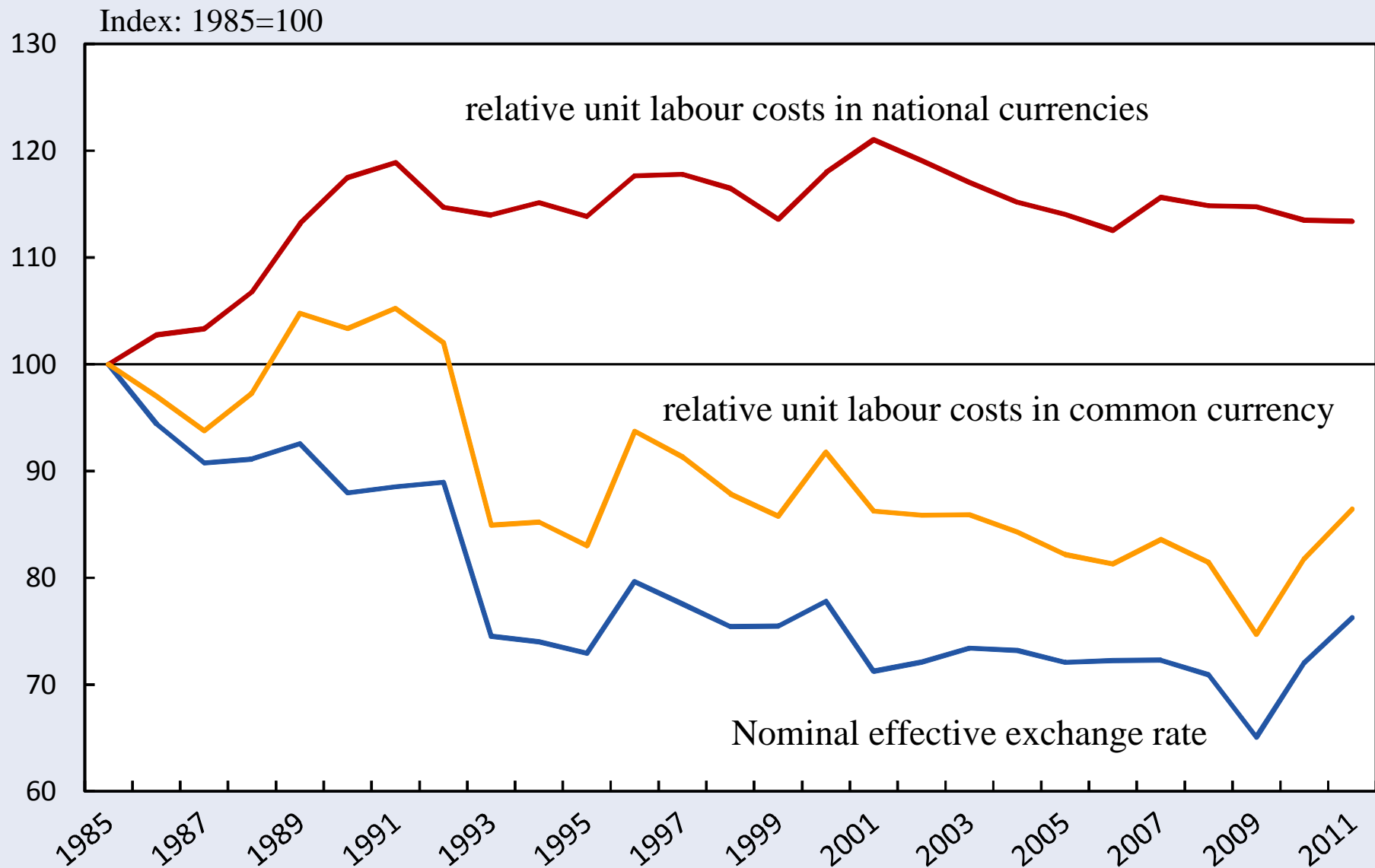
Svåra målkonflikter

- Stora skuldnedskrivningar kan utlösa ny akut finanskris men hotar inte i sig euron
- Storskaliga stöd kan skapa politisk reaktion mot europrojektet i båda ändar
 - i krisländerna till följd av hårda villkor
 - i de länder som ger stöd om kostnaderna blir höga
- Utträde kan vara fördelaktigt för Grekland men ohanterligt för övriga krisländer
- *Min* syn: alldeles för liten skuldnedskrivning för Grekland
 - officiella lån kommer också att behöva skrivas ner

Behovet av real depreciering

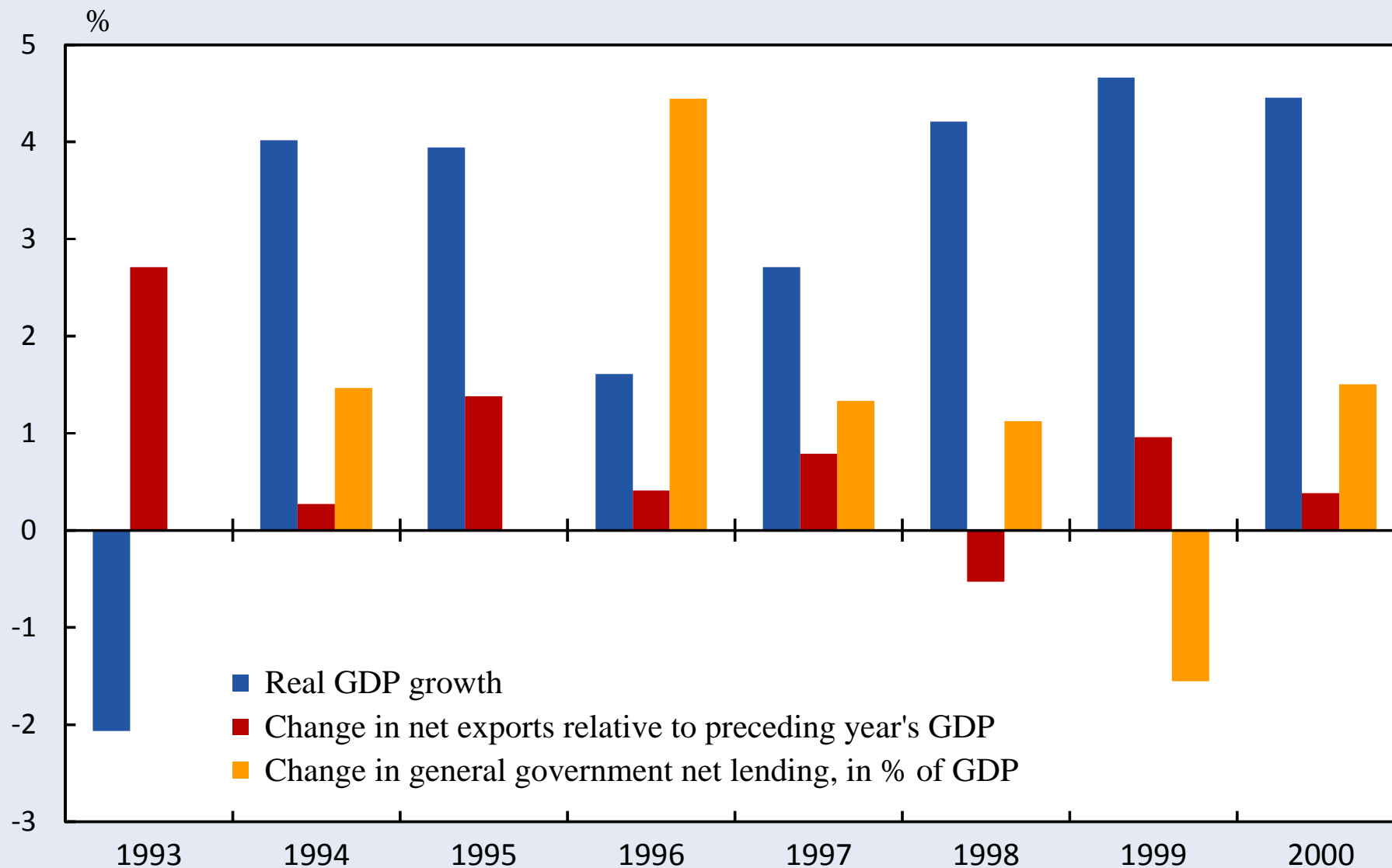
- Små minskningar av budgetunderskottet av finanspolitisk åtstramning
 - efterfrågan och skatteintäkter sjunker
- Real depreciering för att ge tillväxt genom ökad nettoexport
- Kan bara ske genom lönesänkningar och produktivitetsökningar gentemot andra euroländer
- Kraftigt sänkta minimilöner i Grekland

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



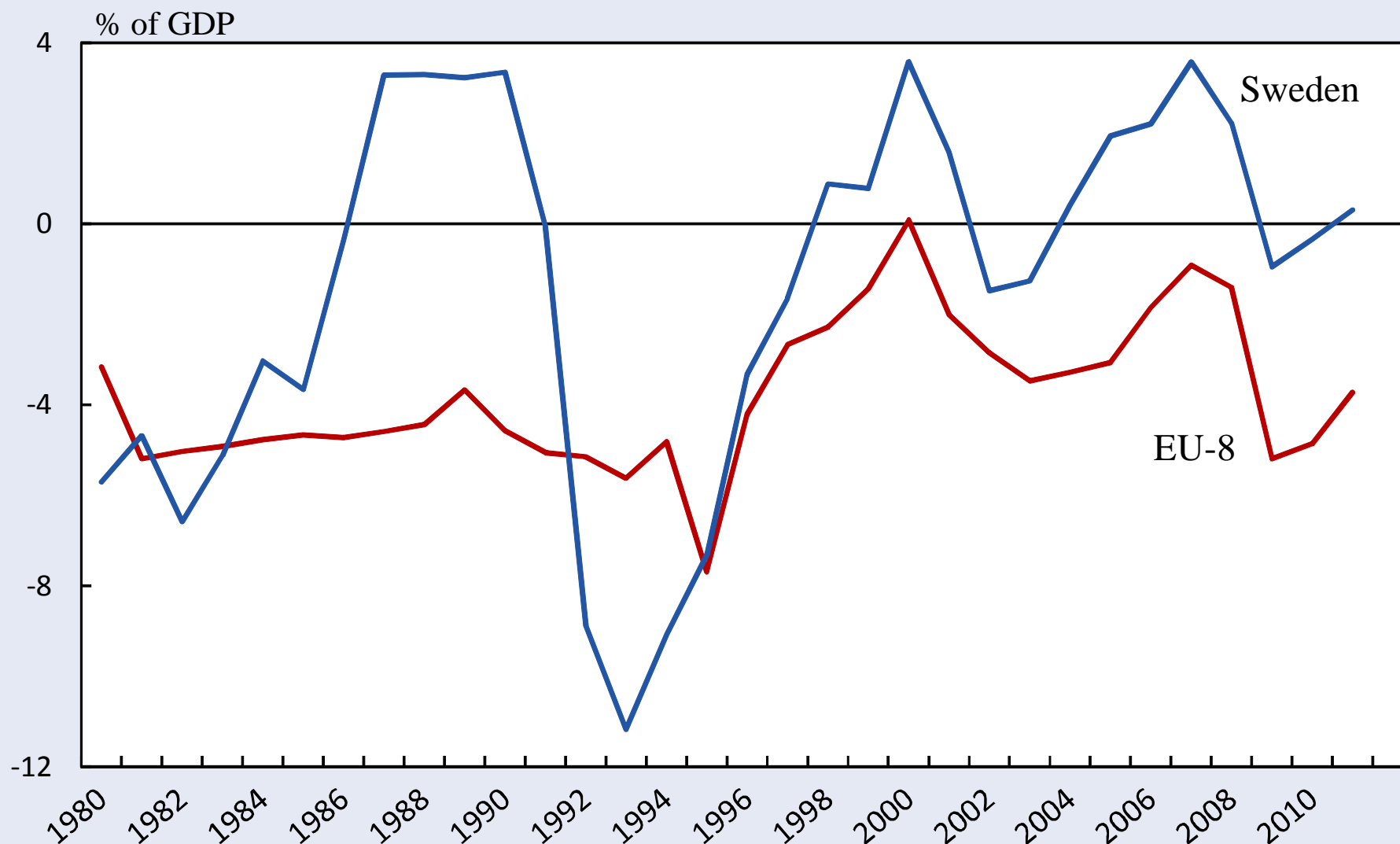
Sources: Ameco and own calculations.

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).

**Cumulative change 2009-2011 relative to Euro area
(absolute values in paranthesis)**

	Relative wage cost	Relative productivity	Relative unit labour cost
Greece	-8,1 (-2,3)	-5,8 (-4,5)	-2,3
Ireland	-10,4 (-4,6)	7,2 (8,5)	-17,6
Italy	-0,1 (5,7)	-1,0 (0,3)	0,9
Portugal	-0,7 (5,1)	1,0 (2,3)	1,7
Spain	-0,6 (5,2)	6,1 (7,4)	-6,7

Skärpta finanspolitiska regler

Stabilitetspakten

- Tidigare sanktioner
- Ökad betoning på skuldkriteriet
- Bredare makroekonomisk övervakning
- Viss användning av omvänd kvalificerad majoritet
- Europeisk termin

Finanspakten

- Mellanstatlig överenskommelse
- Skriva in budgetbalans i nationell lagstiftning
- Automatiska korrigeringsmekanismer
- Övervakning av nationell lagstiftning av EU-domstolen
- Ytterligare användning av omvänd kvalificerad majoritet
- Särskild övervakning av länder som får stöd

Kommer de skärpta reglerna att fungera?

- Nödvändiga för att hantera moral-hazardproblemen vid storskaliga stöd
- Finns den politiska acceptansen hos väljarna?
- Fortfarande politiska beslut – vågar politikerna straffa sina "peers"?
- EU-domstolen kan inte övervaka efterlevnaden av nationella regler utan bara införandet av de nationella reglerna?
- Bindande formella regler kontra finanspolitisk transparens och kvalificerad debatt
 - jfr med Sverige

Politisk konsensus om budgetdisciplin och finanspolitiskt ramverk i Sverige

- Ny budgetprocess
- Överskottsmål
- Utgiftstak
- Kommunalt balanskrav
- Reformerat pensionssystem
- Övervakande institutioner
- Reformutrymmesberäkningar

Finanspolitiskt ramverk

Europa

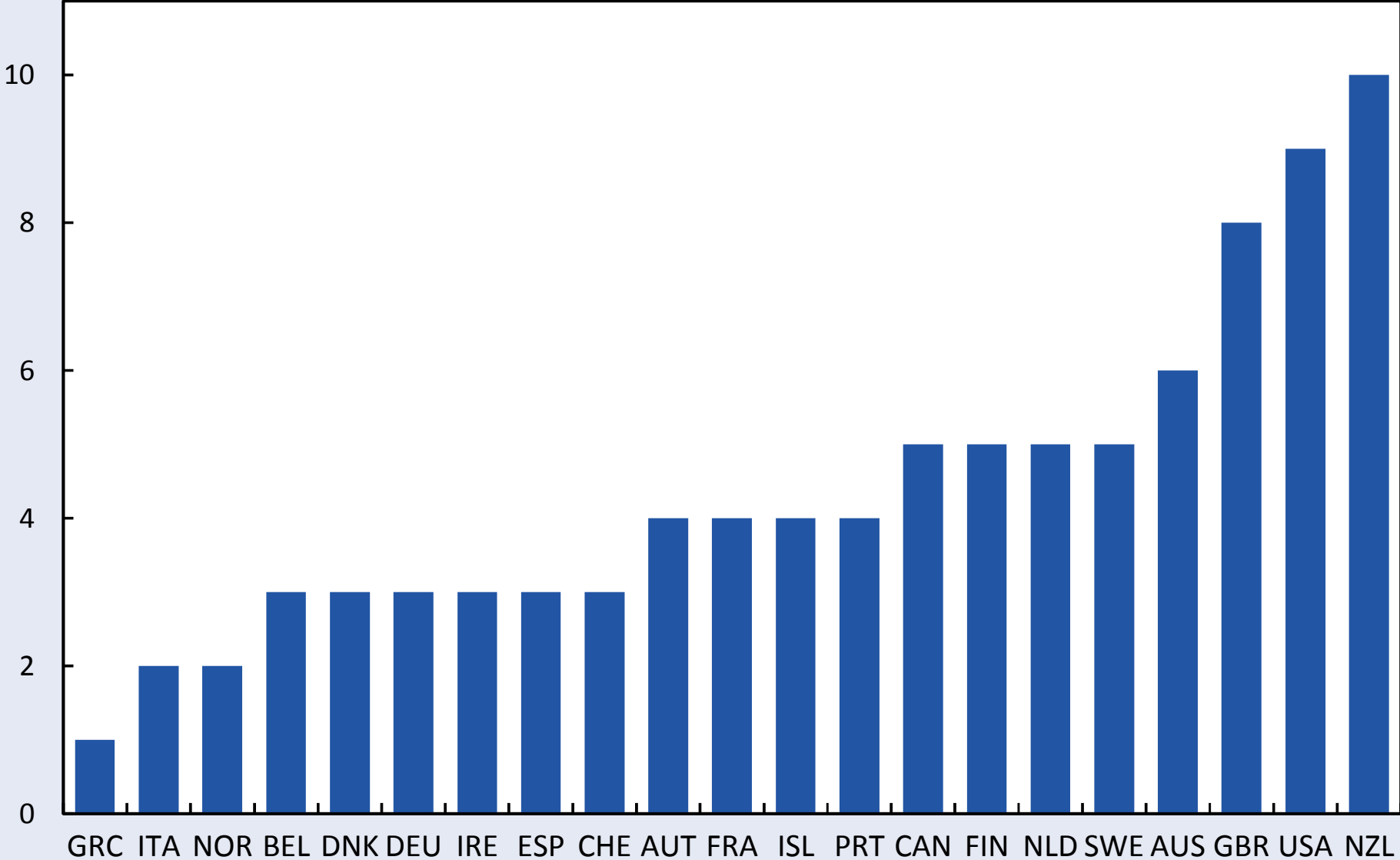
- Strikta krav på budgetbalans
- Automatiska korrigeringsmekanismer
- Sanktioner

Sverige

- Flexibla regler
- Inga automatiska korrigeringsmekanismer
- Inga sanktioner
- Transparens och kvalificerad debatt
 - information som lämnas och krävs av regeringen
 - övervakande institutioner

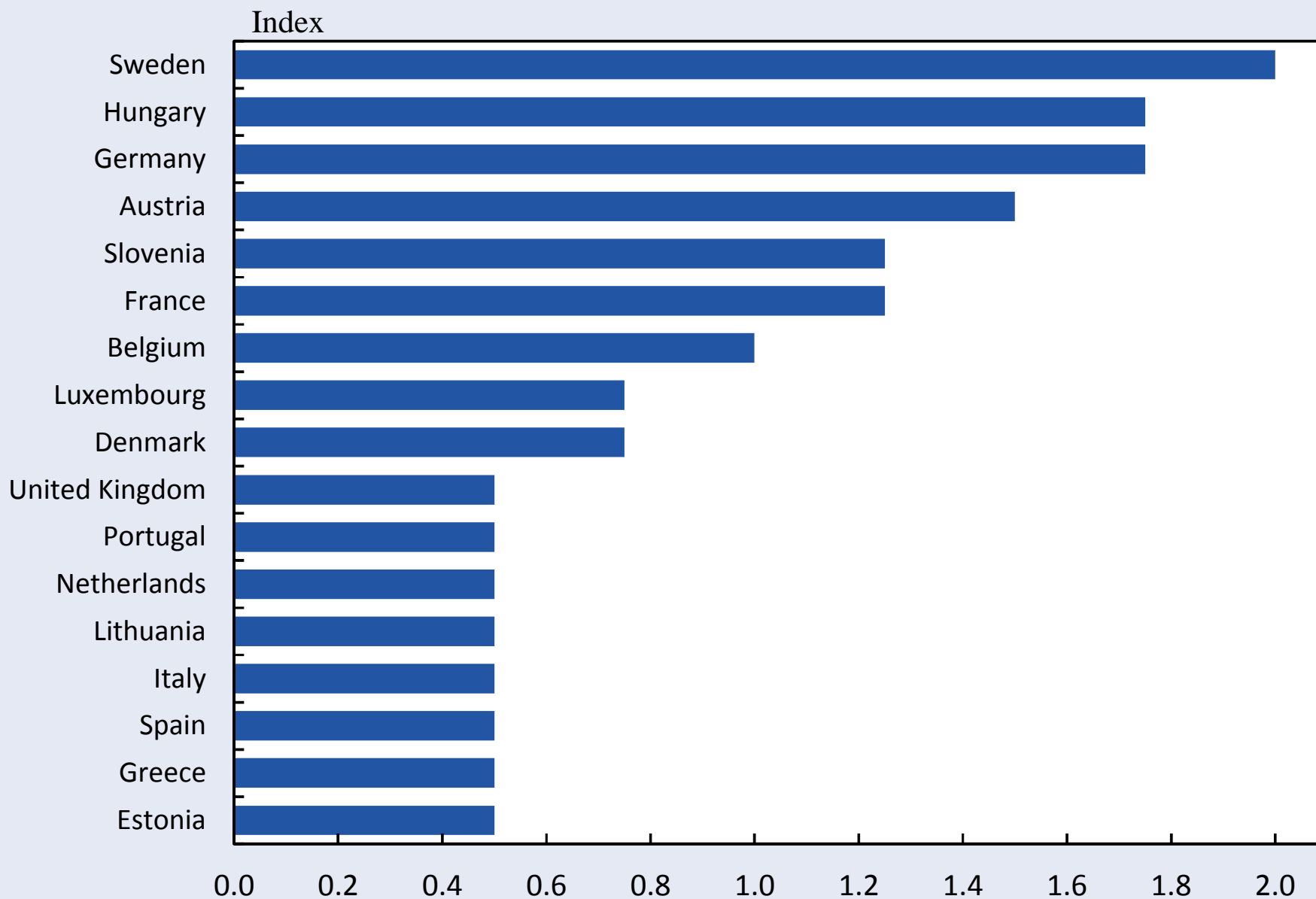
The Alt-Lassen index of fiscal transparency in OECD economies

Index



Source: Lassen (2010).

The strength of fiscal watchdogs in EU member states in 2009



Source: European Commission (2011).

Exempel på bristande transparens

Ungern

- Skuldtak i konstitutionen
- Budgetöverskott 2011
- Godtyckliga metoder
 - konfiskering av pensions-sparande
 - selektiva skattehöjningar för utlandsägda företag
 - banker tvingade skriva av lån
- Avskaffat Finanspolitiskt råd
- Stora räntemarginaler

Grekland

- Budgetkontor inrättat 2010
- Inkompetensförklarat 2011
- Chef fick avgå
- Förundersökning mot chef för nytt statistikkontor

Överlever euron?

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