

# Eurokrisen Del 2

Lars Calmfors

ABG Sundal Collier

19 juni 2012

## De offentliga finanserna 2011

	<b>Finansiellt sparande (procent av BNP)</b>	<b>Konsoliderad offentlig sektors bruttoskuld (procent av BNP)</b>
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

## 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**

Figure 2:

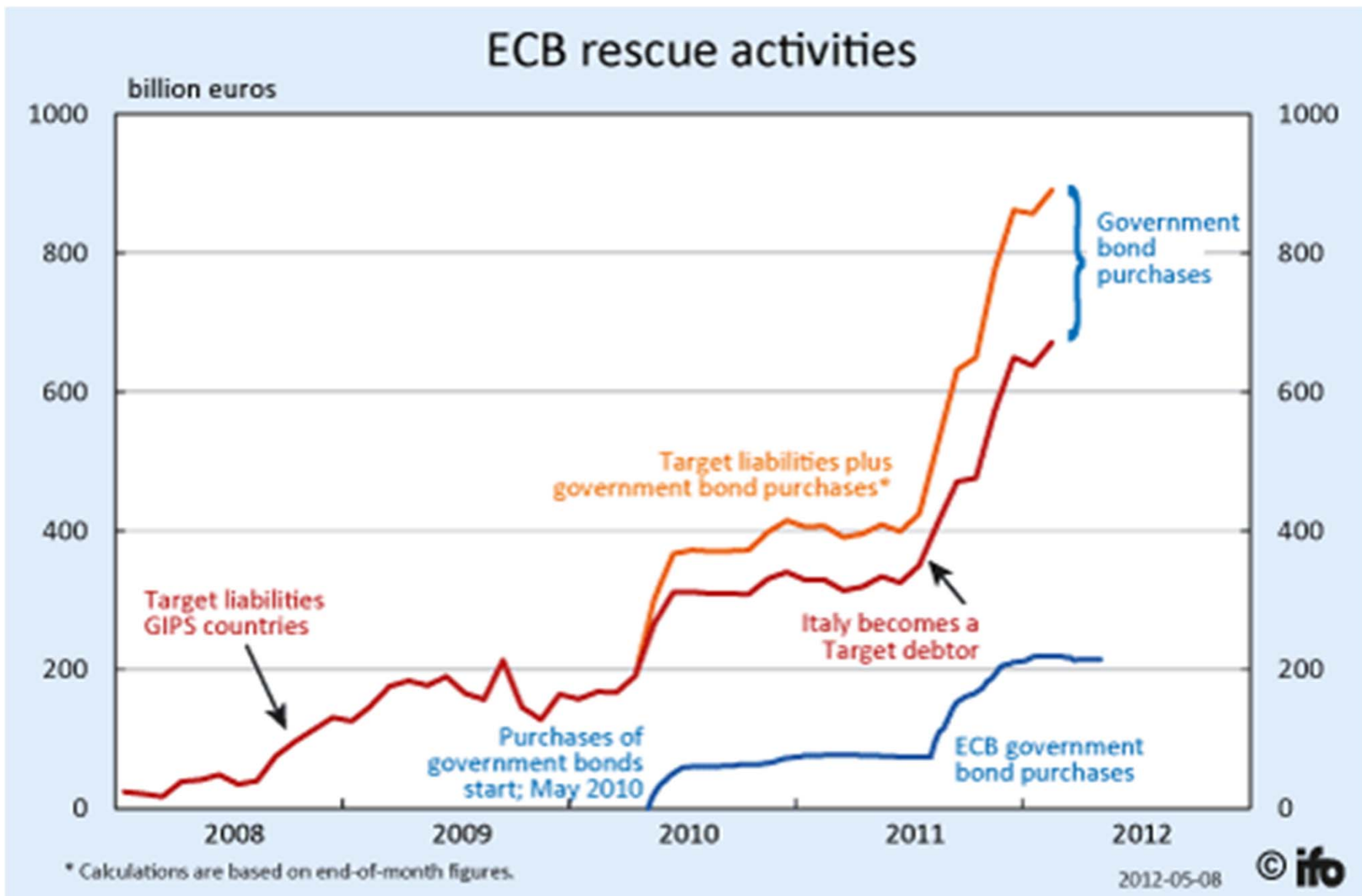
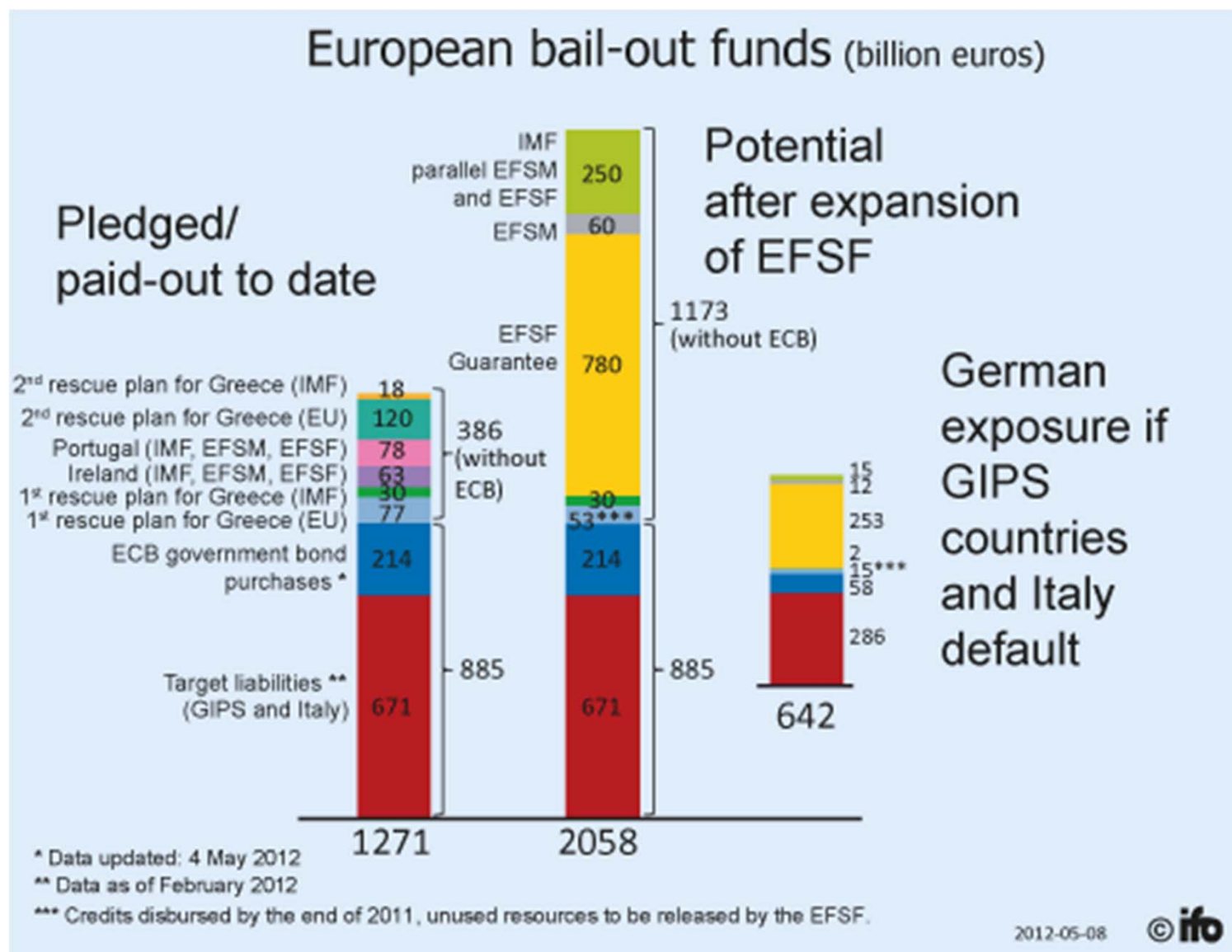


Figure 1:



# 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

<b>BNP-tillväxt (procent)</b>			
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
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



<b>Arbetslöshet 2012 (procent)</b>	
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 +  
åtgärder/reformer i krisländerna
- Långsam anpassning
- Verkar inte fungera – nya kriser blossar upp  
med jämna mellanrum

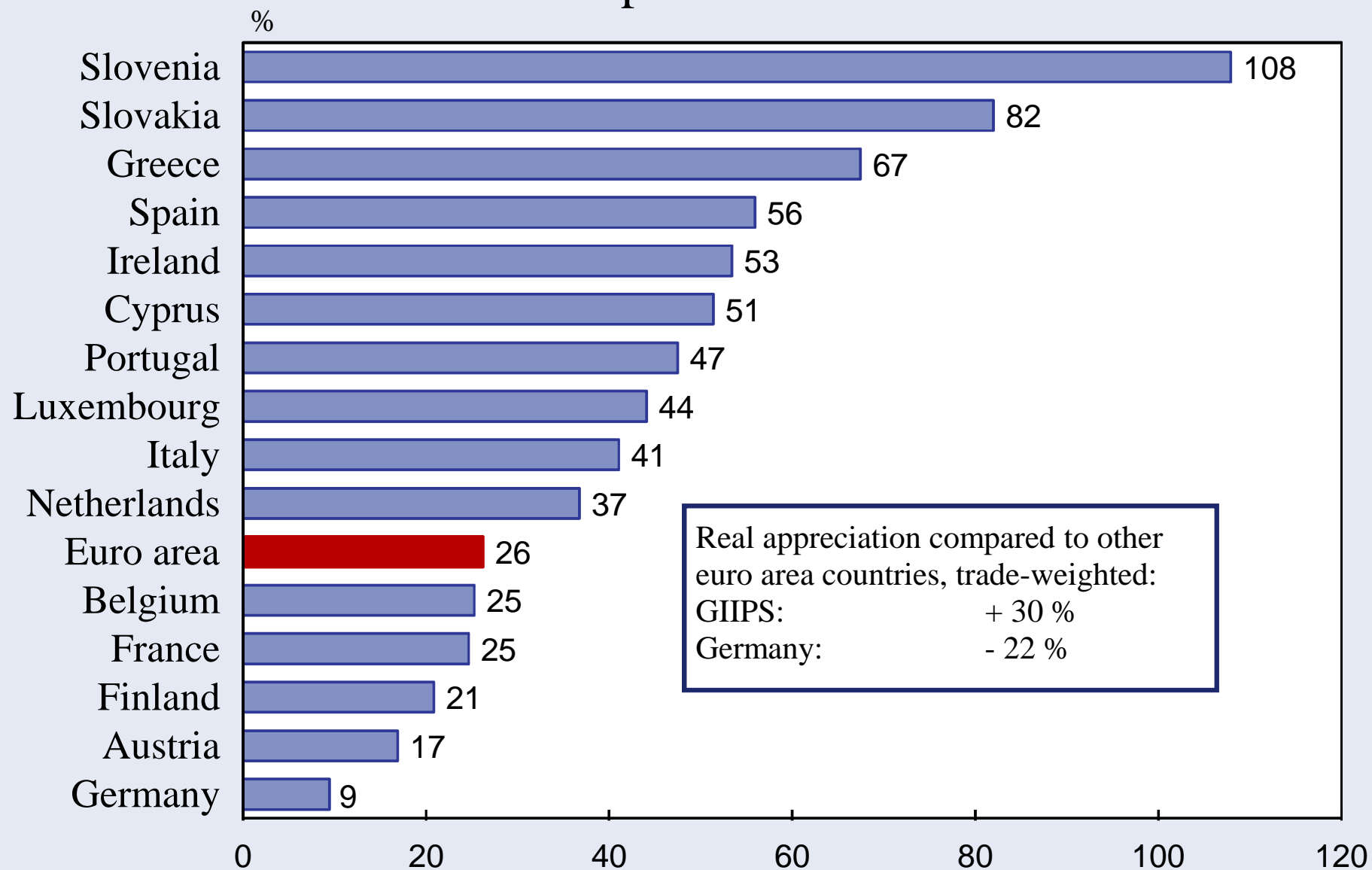
# Kantring i diskussionen mot tillväxt

- 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

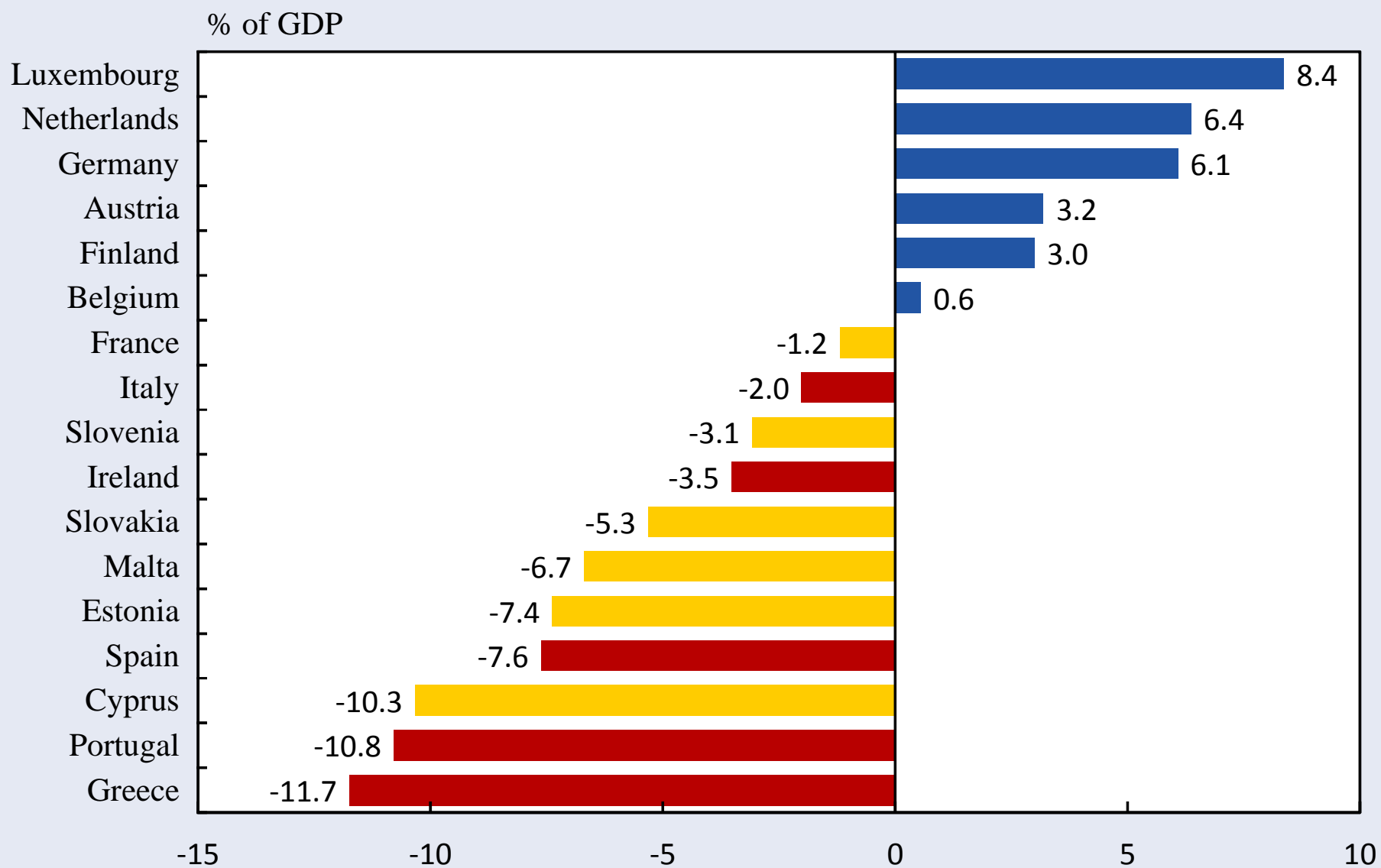
# Price developments 1995-2008



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

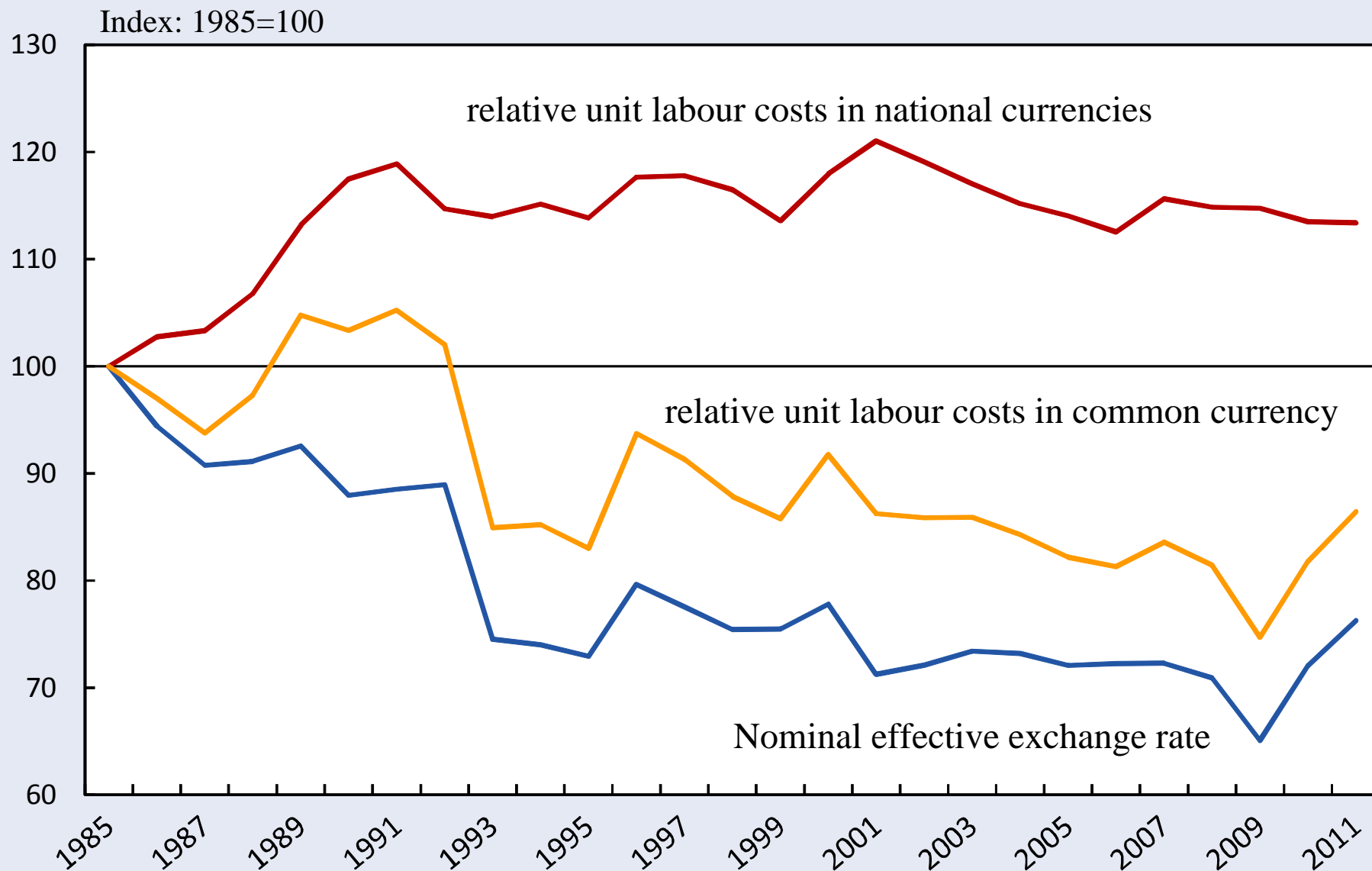
Source: Eurostat, Database, *Economy and Finance, National accounts, GDP and main components - Price indices*; Ifo Institute calculations.

# Current account balances 2005-2010



Source: Eurostat, Ifo Institute calculations.

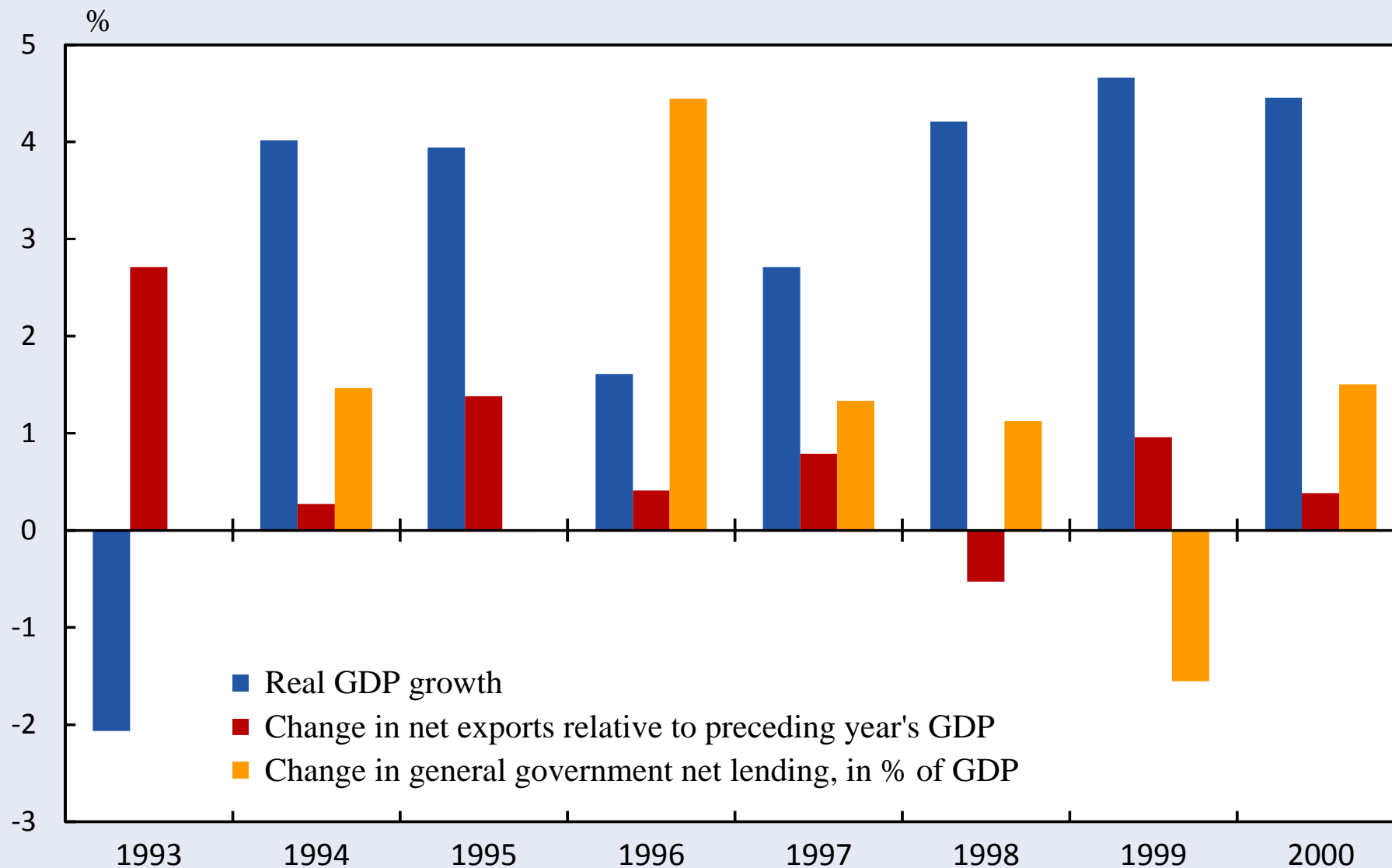
# Nominal exchange rate and relative unit labour costs vis-à-vis EU-15 for Sweden



Sources: Ameco and own calculations.

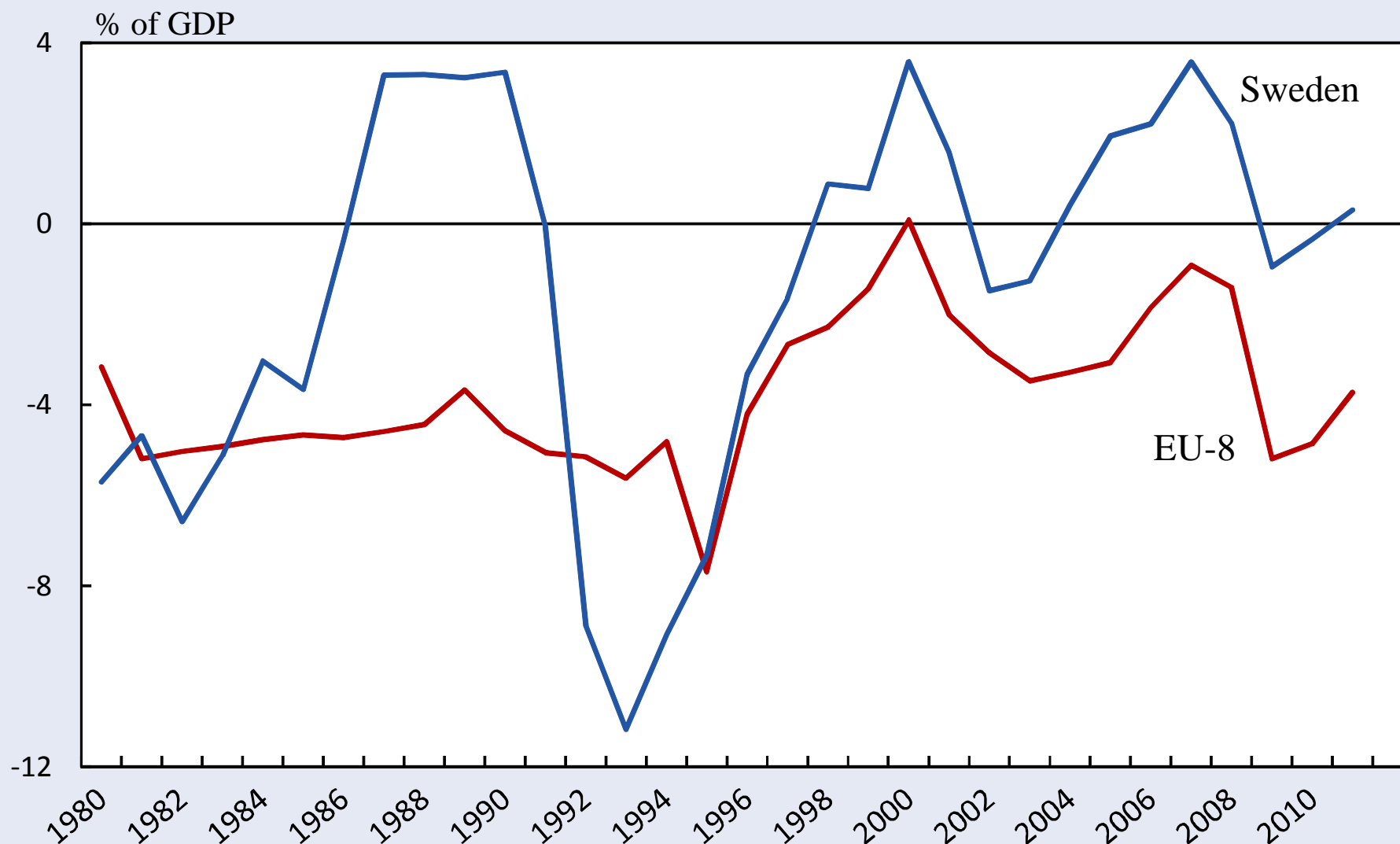


# Fiscal consolidation, GDP growth and change in net exports in Sweden, 1993-2000



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).

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

<b>Förändring i enhetsarbetskostnad 2008-2011 (procent)</b>	
---	--

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

<b>Bytesbalans (procent av BNP)</b>			
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Grekland	-12,3	-11,3	-7,8
Irland	0,5	0,0	1,6
Portugal	-9,7	-6,5	-3,6
Spanien	-4,5	-2,0	-1,0
Italien	-3,5	-1,3	-3,0
Cypern	-8,7	-7,7	-7,2
Tyskland	5,8	5,3	4,7
Euroområdet	1,4	-0,4	-0,6
Sverige	6,8	6,4	5,8

# 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

# 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



# 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

<b>Primärt finansiellt sparande 2012 (procent av BNP)</b>	
---	--

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?