

## Del 4 - Applikasjon: Krisen i eurosonen

Jørn Inge Halvorsen <sup>1</sup>

Merk: Som nevnt under forelesningen, vil dere ikke bli spurt om dette på eksamen. Men presentasjonen viser likevel hvor relevant temaene vi har snakket om i kurset kan være i praktisk politikk.

Presentasjon: Universitetet i Ås

28. November, 2013

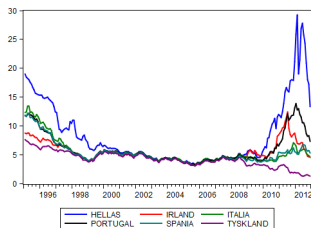
# Hvorfor opprettelsen av en felles valuta i europa?

- Fjerne transaksjonskostnader
- Forbedre konkurransen ved å gjøre det lettere å sammenlikne priser
- Redusere Bundesbanks innflytelse
- Bidrag til å skape en tettere integrasjon mellom europeiske land

# Hvs skjedde under og etter innføringen av euroen?

- De forskjellige landenes rentespread mot tyske statsobligasjoner ble eliminert

Figure: Lange renter på statsobligasjoner med 10-års løpetid



- Dette ga støtet til en kredittfinansiert høykonjunktur for landene i sør, spesielt for Portugal, Spania, Irland, (Italia) og Hellas (PI(I)GS-landene)

- Opplåningen skjedde både i privat (økt  $C$ ) og offentlig sektor (økt  $G$ ).
- Lønninger og priser steg kombinert med en sterk grad av missallokering(?) av ressurser i økonomien

$$C \uparrow / G \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \Rightarrow P(W) \Rightarrow P^e(W) \uparrow \Rightarrow NX \downarrow$$

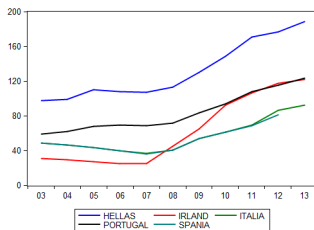
- På utenriksregnskapet til landene i sør eurosone ga dette seg utslag ved

$$DRI \downarrow + KRI \uparrow = \Delta TR \approx 0$$

# Finanskrisen i 2008 og situasjonen i dag

- Som en følge av finanskrisen i USA i 2008, begynte utenlandske investorer å forlange en risikopremie for å investere i landene i sør
- Den private gjeldskrisen bidra for mange land også til en statlig gjeldskrise

Figure: Gjeld som andel av BNP

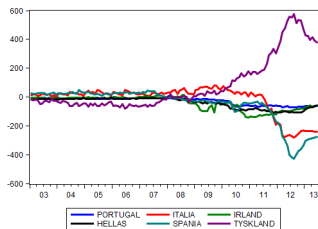


- Men foreløpig få tegn til deflasjon?

$$C \downarrow / G \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \Rightarrow P(W) \approx P^e(W) \approx 0$$

- Svaret på hvorfor viser seg å være reflektert i balansen til det elektroniske betalingssystemet TARGET(2), som benyttes av alle de nasjonale sentralbankene som inngår i eurosonen

Figure: Fordringer (+) og gjeld (-) på TARGET-balansen



- Utenriksregnskapet under fast kurs

$$\Delta RES = DR + KR$$

Hvor  $\Delta RES$  er endring på balansen i sentralbankens valutareserver

- Innad i eurosonen

$$\Delta TR = (DR - DRV) + (KR - KRV) = DRI + KRI$$

Hvor  $\Delta TR$  er endring på TARGET-balansen i sentralbankens valutareserver

- Sinn og Wollmershausen (2011) tolker ubalansen som en klassisk betalingskrise for utenrikshandelen mellom land (eks. Bretton-Woods samarbeidet)



# Hva var Bretton-Woods samarbeidet?

- Internasjonal pengepolitisk avtale i etterkant av den andre verdenskrig mellom USA og mange av dens allierte
- USA forpliktet seg ovenfor de andre lands sentralbanker å holde en fast innløsningskurs for verdien av dollar mot gull
- De andre landene skulle sørge for at sin valuta stod i et fast forhold til dollaren (+/- prosent)
- Ingen restriksjoner på landenes pengemengdevekst

**Figure:** Penger utenfor landets grenser under Bretton Woods-systemet. Forrsaket her av en økning i basispenger.

# Oppløsningen av Bretton-Woods samarbeidet

- Pengemengdeveksten var i en lengre periode mye sterke i USA enn blant de andre landene som inngikk i samarbeidet
- Store dollarreserver akkumulerte seg derfor opp i de andre landenes nasjonale sentralbanker
- Det ble etterhvert klart at dollarreservene kunne anses som noen troverdige fordringer på gull
- President de Gaulle i Frankrike fremsatte derfor etterhvert en trussel om å omgjøre de franske dollarreservene til gull
- Nixon tilsvar i 1971, suspendere innløsnings muligheten og dermed oppløse hele valutasamarbeidet

# Forskjeller mellom Bretton-Woods og euro-samarbeidet

- Mellom landene i eurosonen er fastkursforholdet 1:1
- I dag skjer for det meste pengetransaksjoner elektronisk (TARGET 2-systemet).
- Fordringer på TARGET-balansen er uten formelle innløsningsmuligheter
- En økning i basispengemengden klareres ved at ESB endrer TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene.
- Det er ESB-styret som har utøvende makt til å endre basispengemengden

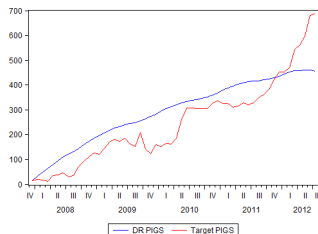
**Figure:** Penger utenfor landets grenser i eursonen. Forårsaket her av en økning i basispengemengden.

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

# ESBs pengepolitikk i etterkant av finanskrisen

- Fra oktober 2008 til mai 2009 ble rente på refinansieringslån redusert fra 4,25 prosent til 1 prosent
- Krav til sikkerhet for refinansieringslån ble også redusert, fra en rating A- til BBB
- Hellas, Ireland og Portugal ble tilbudt lån uten krav til sikkerhet (ELA-lån)

**Figure:** Utviklingen i Target-gjelden og driftsbalansen (positivt tall er underskudd) for PIGS-landene totalt. Beløpene er i milliarder av euro

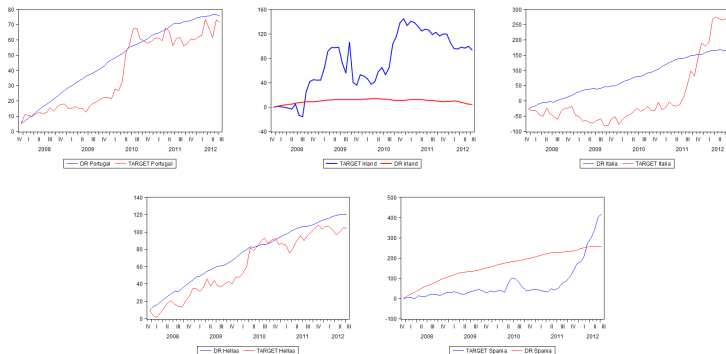


$$\sum_{1=2008}^{T=2013} \Delta TR = \Delta TR_1 + \Delta TR_2 + \dots + \Delta TR_T =$$

$$(DRI_1 - KRI_1) + (DRI_2 - KRI_2) + \dots + (DRI_T - KRI_T) \quad (1)$$



**Figure:** Utviklingen i Target gjelden og driftsbalansen (positivt tall er underskudd) for Portugal, Ireland, Hellas, Spania og Italia enkeltvis. Beløpene er i milliarder av euro



Hva ville konsekvensene ha vært dersom ESB ikke hadde tilbudt forretningsbankene refinansieringslån under markedspris?

- Spesialtilfelle 1: Med uendret nettokapitalimport i perioden

$$\sum_1^T \Delta TR = \Delta TR_1 + \Delta TR_2 + \dots + \Delta TR_T = (DRI_1 + DRI_2 + \dots + DRI_T)$$

Gitt at  $\sum_1^T \Delta TR = 0 \Rightarrow (DRI_1 + DRI_2 + \dots + DRI_T) = 0$

Driftsbalansen ville ha vært i balanse:  $\Rightarrow Y \downarrow \Rightarrow P(W) \downarrow \Rightarrow P^e(W) \downarrow$

- Spesialtilfelle 2: Med uendret driftsbalanse i perioden

$$\sum_1^T \Delta TR = \Delta TR_1 + \Delta TR_2 + \dots + \Delta TR_T =$$

$$(KRI_1 + KRI_2 + \dots + KRI_T) \quad (2)$$

Gitt at  $\sum_1^T \Delta TR = 0 \Rightarrow (KRI_1 + KRI_2 + \dots + KRI_T) = 0$

Uendret kapitalflukt:  $\Rightarrow$  Gjelden blitt misligholdt, private investorer vil  
måte ta store tap

Generelt har ECBs pengepolitikk bidratt til finansielle stabilitet, men konsekvensen av dette har vært

- 1 Satt til side de selvkorrigerende mekanismene som gjelder for utenrikshandelen mellom land
- 2 Storstilt grad klart å overføre risiko fra investorer til de nasjonale sentralbankene

Kan forventninger om en slik politikk forklare hvorfor rentespreaden forsvant i 2001? Hvis ja,  $\Rightarrow$  hele systemet er ustabilt

# Veien videre?

- ❶ Tilbake til markedene  
⇒ Kapitalflukt og løp på bankene(?)
- ❷ Økt inflasjon i nord  
⇒ Finanspolitikken må ta svært mye av jobben, siden renta allerede ligger nær null
- ❸ Sosialisering av bank- og statsgjeld (Eurobonds, OMT og bankunion)  
⇒ Risikopremien reduseres  
⇒ Allokering av kapital blir i stor grad en jobb utført av byråkrater og ikke av markedet  
⇒ Ledighetsproblemet vil stå uløst i lang, lang, tid...