

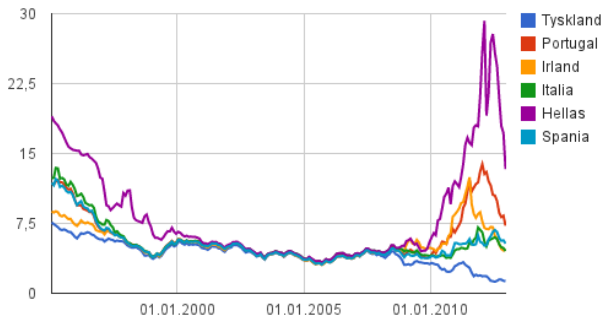
Krisen i Eurosonen og TARGET-ubalanser

Jørn Inge Halvorsen

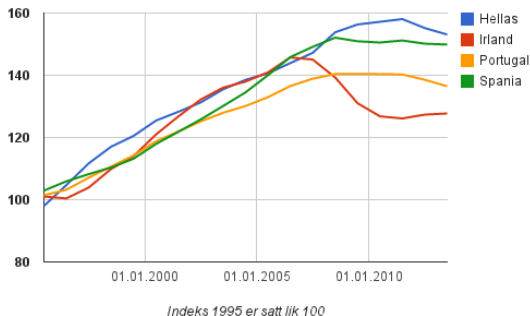
Forelesning for Universitetet i Agder

7. november, 2014

Lange renter på 10-årige statsobligasjoner

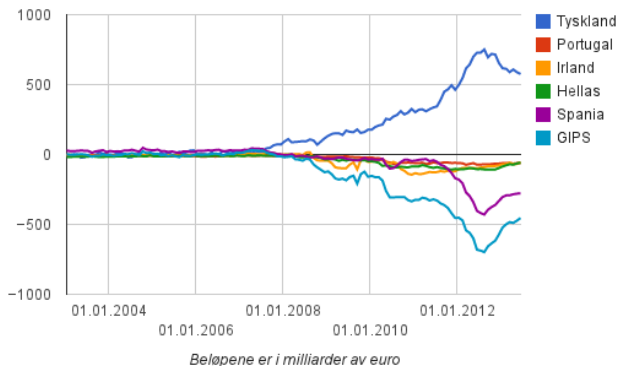


Relative utviklingen i BNP deflatoren i forhold til Tyskland



- ▶ Estimert behov for intern devaluering:
 - ▶ Portugal, Spania, Irland: 25-35 prosent.
 - ▶ Irland 0 prosent.

TARGET-balansen til de nasjonale sentralbankene



Kilde: Datastream, basert på Sinn & Wollmershauser (2012)

Forklaring 1: TARGET-ubalanser forårsaket av økte reserver

I. Økning i reservene			
Hellas		Tyskland	
Husholdning		Husholdning	
Oblig.	Eiendeler	Oblig.	Eiendeler
Innsk.	Gjeld&Eg.kap.	Innsk.	Gjeld&Eg.kap.
	-250		
	1000		750 Gjeld
Forretningsbank		Forretningsbank	
Res.	Eiendeler	Res.	Eiendeler
	Gjeld&Eg.kap.		Gjeld&Eg.kap.
	1000		1000 Innsk.
Nasjonal sentralbank		Nasjonal sentralbank	
Oblig.	Eiendeler	Oblig.	Eiendeler
Ref.lån.	Gjeld&Eg.kap.	Ref.lån.	Gjeld&Eg.kap.
	250		
	750		1000 Res.

II: Penger utenfor landets grenser

Hellas

Husholdning

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Oblig.	-250	750 Gjeld
Innsk.	0	
Bil	750	
Hus	250	

Forretningsbank

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Res.	0	0 Innsk.

Nasjonal sentralbank

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Oblig.	250	0 Res.
Ref.lån.	750	1000 TARGET-G.

Tyskland

Husholdning

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Hus	-250	
Bil	-750	
Innsk	1000	

Forretningsbank

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Res.	1000	1000 Innsk.

Nasjonal sentralbank

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Target-F.	1000	1000 Res.

Endringer i TARGET-gjeld og fordringer

Utenriksregnskapet (internt) for Hellas (motsatt for Tyskland)

$dTR = -1000 = (DRI + KRI) = (-750 - 250)$

Merk: Tallene viser endring i balansene

Forklaring 2: TARGET-ubalanser forårsaket av kapitalflukt

I: Initialt: Kapitalflukt

Hellas				Tyskland			
Husholdning				Husholdning			
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.			Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.	
Innsk. H.	-1000			Innsk.H.	-1000		
Innsk. T.	1000			Innsk.T.	1000		
Forretningsbank				Forretningsbank			
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.			Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.	
Res.	-2000	-1000 Innsk. H. Res.			2000	1000 Innsk.Hush.H.	
		-1000 Innsk. Hush. T.				1000 Innsk.Hush.T.	
Nasjonal sentralbank				Nasjonal sentralbank			
	Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.			Eiendeler	Gjeld&Eg.kap.	
		-2000 Res.	TARGET-F.		2000	2000 Res.	
		2000 TARGET-G.					

Merk: Tallene viser endring i balansene

II: Oppfyllyng av reserver

Hellas			Tyskland		
Husholdning			Husholdning		
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>		<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Innsk. H.	-1000		Innsk.H.	-1000	
Innsk. T.	1000		Innsk.T.	1000	
Forretningsbank			Forretningsbank		
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>		<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
Res.	0	-1000 Innsk. Hush. H. Res.	2000	1000 Innsk.Hush.H.	
		-1000 Innsk. Hush. T.		1000 Innsk.Hush.T.	
		2000 Ref. Lån.			
Nasjonal sentralbank			Nasjonal sentralbank		
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>		<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&Eg.kap.</u>
		0 Res.	TARGET-F.	2000	2000 Res.
		2000 TARGET-G.			


Endringer i TARGET-gjeld og fordringer
 Utenriksregnskapet (internt) for Hellas (motsatt for Tyskland)
 $dTR = -2000 = (DRI + KRI) = (0 - 2000)$
 Merk: Tallene viser endring i balansene

Hvorfor vil asymmetrisk vekst basispengemengden kunne oppstå?

- ▶ Forretningsbankene i Eurosonen kan velge mellom to former for finansiering:
 1. Refinansieringslån – renta skal være lik for alle forretningsbankene i Eurosonen.
 2. Markedsfinansiering (eks. interbank) – renta avhenger av markedsaktørenes oppfatninger om bankens soliditet.
- ▶ Dersom greske banken anses som mindre solid enn den tyske, vil kostnadsminimering kunne bety at den greske velger refinansieringslån og den tyske markedsfinansiering.

Kontrafaktisk analyse: Hva ville ha skjedd dersom ESB ønsket å holde basispengemengden uendret?

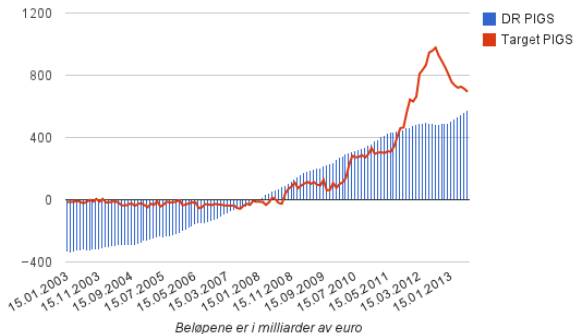
- ▶ ESB kunne ha oppnådd dette ved hevet krav til sikkerhet og økt rente.
- ▶ Forklaring 1:
 $\uparrow i = i_m \Rightarrow C \text{ og } I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \Rightarrow P \downarrow \dots$
- ▶ Forklaring 2:
 $\uparrow i = i_m \Rightarrow \Delta TG = 0^1 \Rightarrow, C \text{ og } I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \Rightarrow P \downarrow \dots$
- ▶ Når $Y \downarrow$ og $P \downarrow$, vil driftsbalansen bedres som et resultat av økt nettoeksport.

¹Ved markedssvikt kan vi her få et løp på bankene. 

ESBs pengepolitikk i etterkant av finanskrisen

- ▶ Fra oktober 2008 til mai 2010 ble renta på refinansieringslån redusert fra 4,25 til 1 prosent.
- ▶ Kravet til sikkerhet ble samtidig senket fra A- til BBB-.
- ▶ Ytterligere reduksjon i sommeren 2010: ELA lån (uten krav til sikkerhet)

Utviklingen i driftsbalansen og TARGET-gjelden for PIGS-landene i etterkant av finanskrisen



Kilde: Datastream, basert på Sinn & Wollmershauser (2012)

Resultat 1: ESB har ved sin pengepolitikk satt til side de selvkorrigerende mekanismene som gjelder for driftsbalansen mellom land i Eurosonen.

Fordelingseffekter av ESBs pengepolitikk

- ▶ Overskuddet til ESB (seigniorage) er gitt ved inntektene fra aktive-siden fratrasket forpliktelsen for gjeld fra passiva-siden.
- ▶ Siden rentekostnaden for TARGET-gjeld er lik rentinntektene for TARGET-fordringer, nettes disse postene mot hverandre når en betrakter systemet som helhet.

Endring i balansepostene tilknyttet forklaring 1

	ESB	Tyskland	Hellas
Inntekter genereres fra økning i beholdning av			
Obligasjoner	250		250
Refinansieringslån	750		750
TARGET-fordringer		1000	
Utgifter genereres fra økning i beholdning av			
TARGET-gjeld			1000
Reservekonto		1000	

Endring i balansepostene tilknyttet forklaring 2

	ESB	Tyskland	Hellas
Inntekter genereres fra økning i beholdning av			
Obligasjoner			
Refinansieringslån	2000		2000
TARGET-fordringer		2000	
Utgifter genereres fra økning i beholdning av			
TARGET-gjeld			2000
Reservekonto	2000	2000	

- ▶ Overføringen av risiko til nasjonale skattebetalere skjer fordi ESB alternativt kunne benyttet de samme reservene til en sikrere plassering.

Resultat 2: ESB krisepolitikk har i storstilt grad overført risiko fra internasjonale finansinvestorer til nasjonale skattebetalere.

Rasjonelle forventninger og eliminering av rentespreaden

1. Legger vi til grunn at internasjonale finansinvestorer tidligere har vurdert ESBs realiserte politikkrespons som svært sannsynlig.
2. En følge ville i så fall ha vært et redusert behov for kontroll av usikkerheten til motagerne av de lånte pengene.
3. Med det resultat at låneivrige lånetakere i stor grad har vært de som har blitt prioritert først.

Resultat 3: Rasjonelle forventninger knyttet til den politikken som har blitt realisert gir en økonomisk forklaring på hvorfor rentespreaden ble eliminert ved innføringen av euroen.

Veien videre?

Til slutt la oss see på tre ulike politikkveivalg for Eurosonen og vurdere dets påvirkning på intern og ekstern balanse samt finansiell stabilitet.

Alternativ 1: Tilbake til markedene

- ▶ Stramme inn kravene til sikkerhet på refinansieringslån slik at forretningsbankene primært finansierer seg gjennom markedet.

Igangsette prosessen mot intern- og ekstern balanse, men med økt fare for finansiell ustabilitet.

Alternativ 2: Økt inflasjon i nord

- ▶ Markedsfinansiering, nullrente, gjeldsslette og ekspansiv finanspolitikk for landene i nord.

Som under alternativ 1, men med økt hastighet og redusert sannsynlighet for finansiell ustabilitet.

Alternativ 3: ESM, OMT, bankunion og euroobligasjoner

- ▶ Reduserer rentespreaden.

Trolig sikre finansiell stabilitet, men nærmest stanse opp prosessen mot intern og ekstern balanse.