

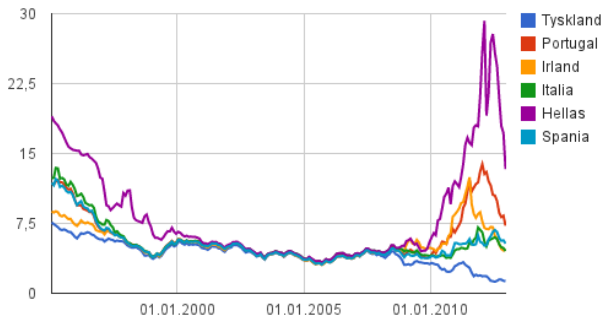
# Krisen i Eurosonen og TARGET-ubalanser

Jørn Inge Halvorsen

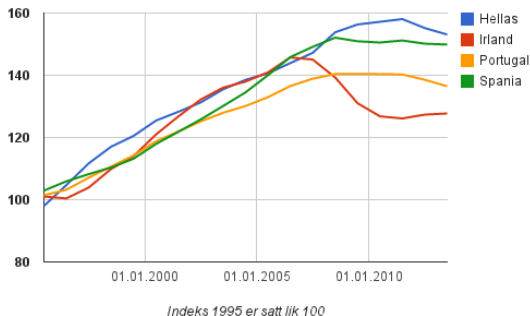
Forelesning for Universitetet i Agder

7. november, 2014

# Lange renter på 10-årige statsobligasjoner

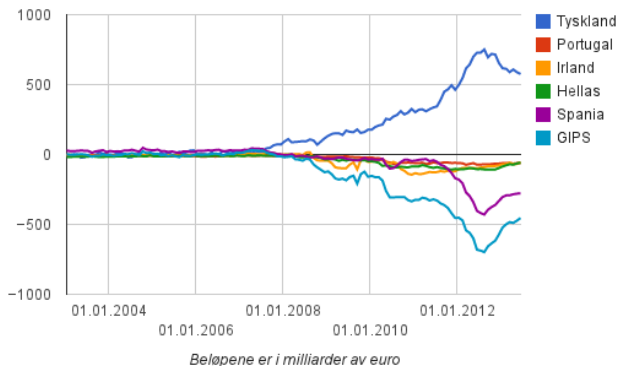


# Relative utviklingen i BNP deflatoren i forhold til Tyskland



- ▶ 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	
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>
Oblig.	-250	750 Gjeld		
Innsk.	1000			
	Forretningsbank		Forretningsbank	
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>
Res.	1000	1000 Innsk.		
	Nasjonal sentralbank		Nasjonal sentralbank	
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>
Oblig.	250	1000 Res.		
Ref.lån.	750			

Merk: Tallene viser endring i balansene

II: Penger utenfor landets grenser

## Hellas

### Husholdning

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

### Forretningsbank

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

### Nasjonal sentralbank

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

## Tyskland

### Husholdning

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

### Forretningsbank

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

### Nasjonal sentralbank

	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;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: Oppfylling av reserver

Hellas			Tyskland		
Husholdning			Husholdning		
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>		<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>
Innsk. H.	-1000		Innsk.H.	-1000	
Innsk. T.	1000		Innsk.T.	1000	
Forretningsbank			Forretningsbank		
	<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;Eg.kap.</u>		<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;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&amp;Eg.kap.</u>		<u>Eiendeler</u>	<u>Gjeld&amp;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.

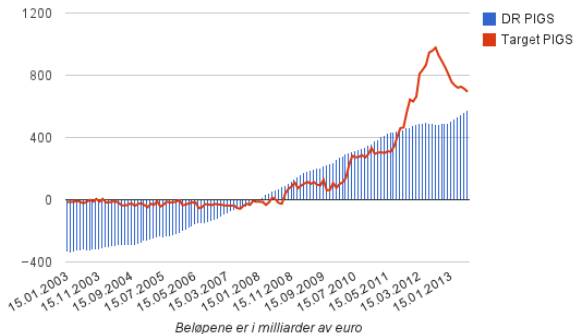
---

<sup>1</sup>Ved 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
<b>Inntekter genereres fra økning i beholdning av</b>			
Obligasjoner	250		250
Refinansieringslån	750		750
TARGET-fordringer		1000	
<b>Utgifter genereres fra økning i beholdning av</b>			
TARGET-gjeld			1000
Reservekonto		1000	

## Endring i balansepostene tilknyttet forklaring 2

	ESB	Tyskland	Hellas
<b>Inntekter genereres fra økning i beholdning av</b>			
Obligasjoner			
Refinansieringslån	2000		2000
TARGET-fordringer		2000	
<b>Utgifter genereres fra økning i beholdning av</b>			
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.