



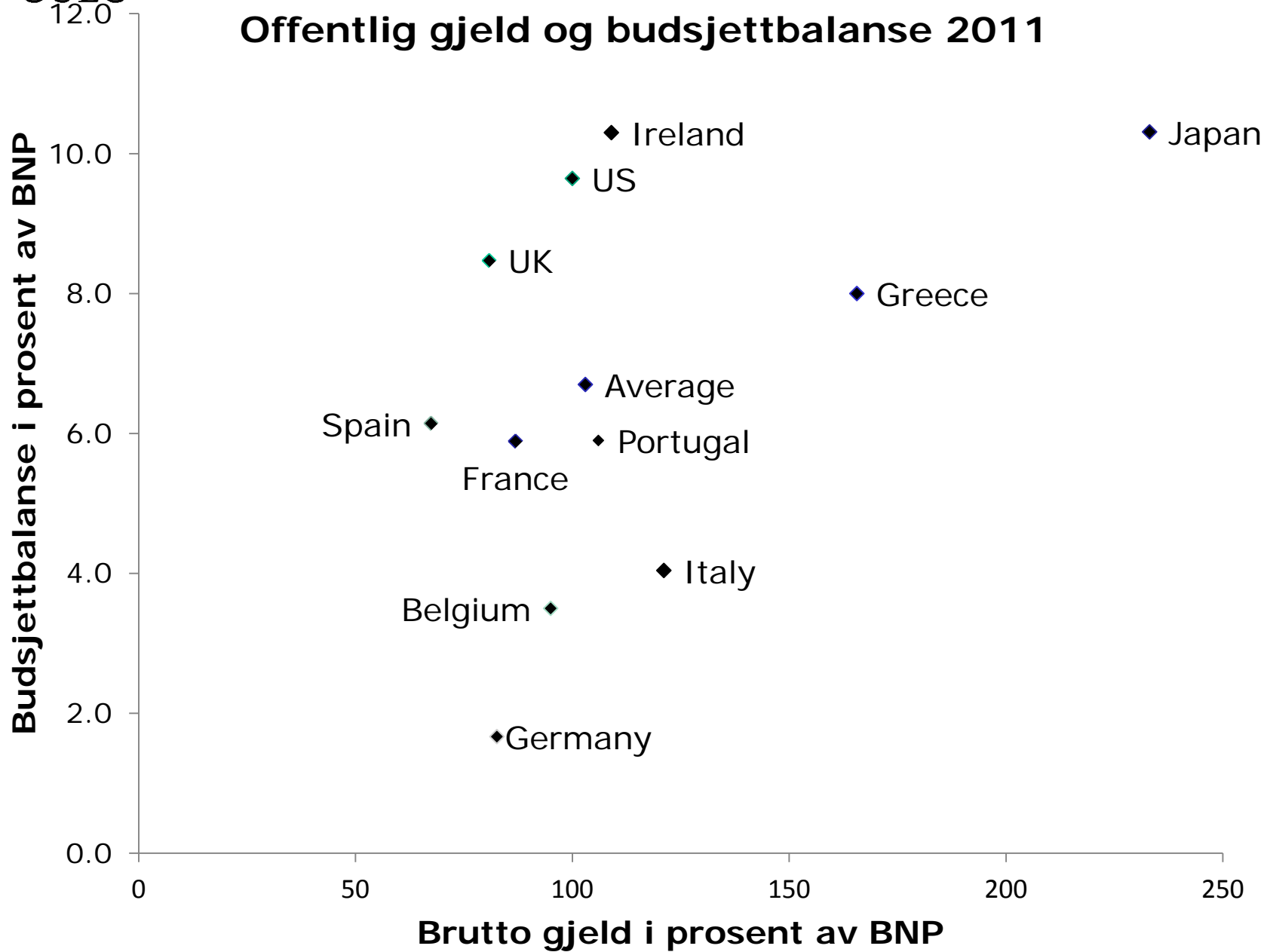
UNIVERSITY
OF OSLO

Fra finanskrisen til gjeldskrise

Steinar Holden
Økonomisk institutt, UiO
<http://folk.uio.no/sholden/>
Faglig pedagogisk dag
27. oktober 2011



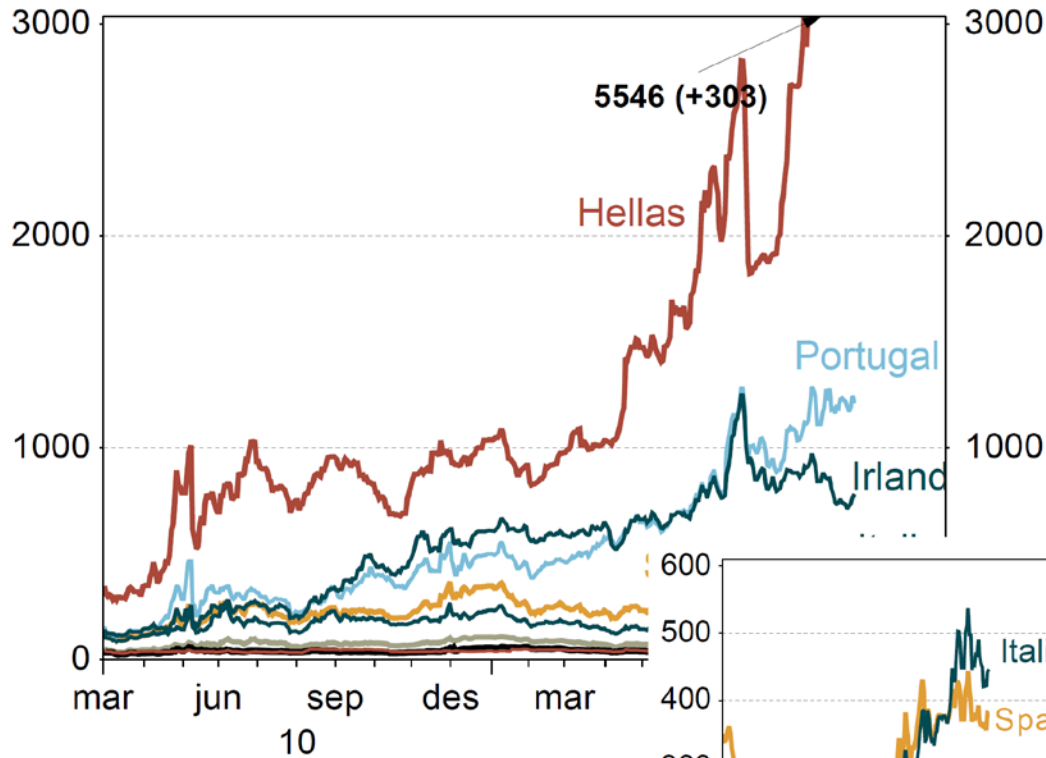
Offentlig gjeld og budsjettbalanse 2011



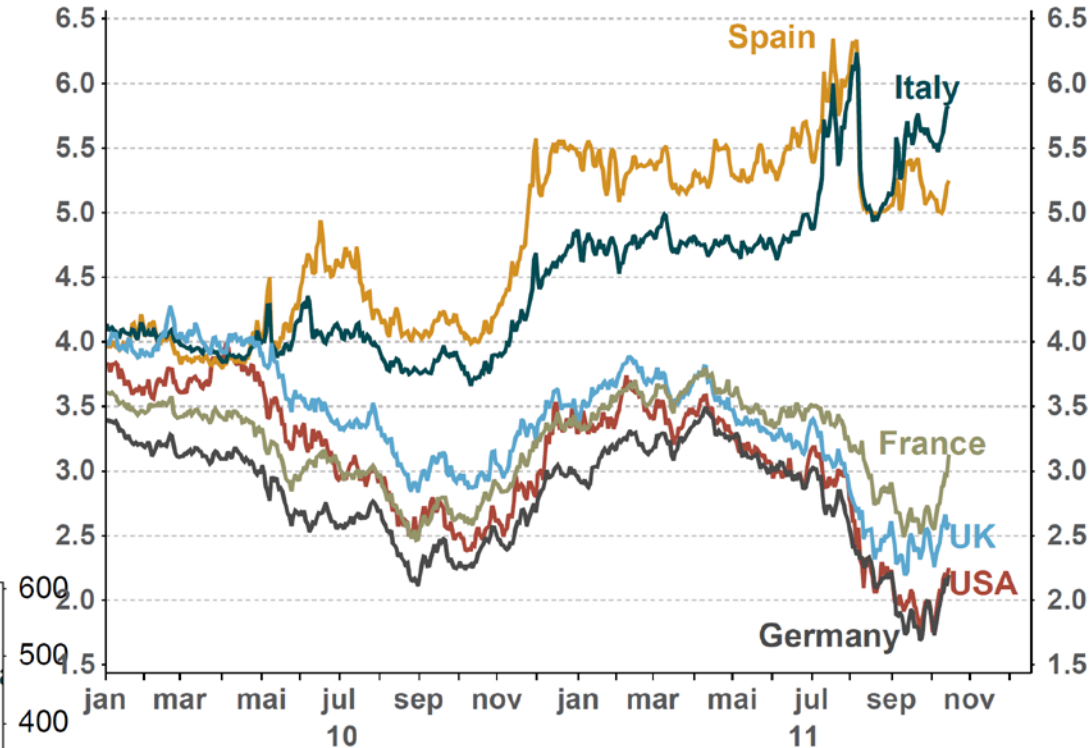


Økende renteforskjeller

CDS, 5 år, basispunkter



10 y Government bonds



- Gresk gjeld må skrives ned, minst 50%
- EFSF må gjøres mer effektivt, kan stille garantier, belånes
- Bankene skal styrkes med økt egenkapital, selv om de ikke ønsker det



UNIVERSITY
OF OSLO

Økt risiko
for obligas-
jonseiere

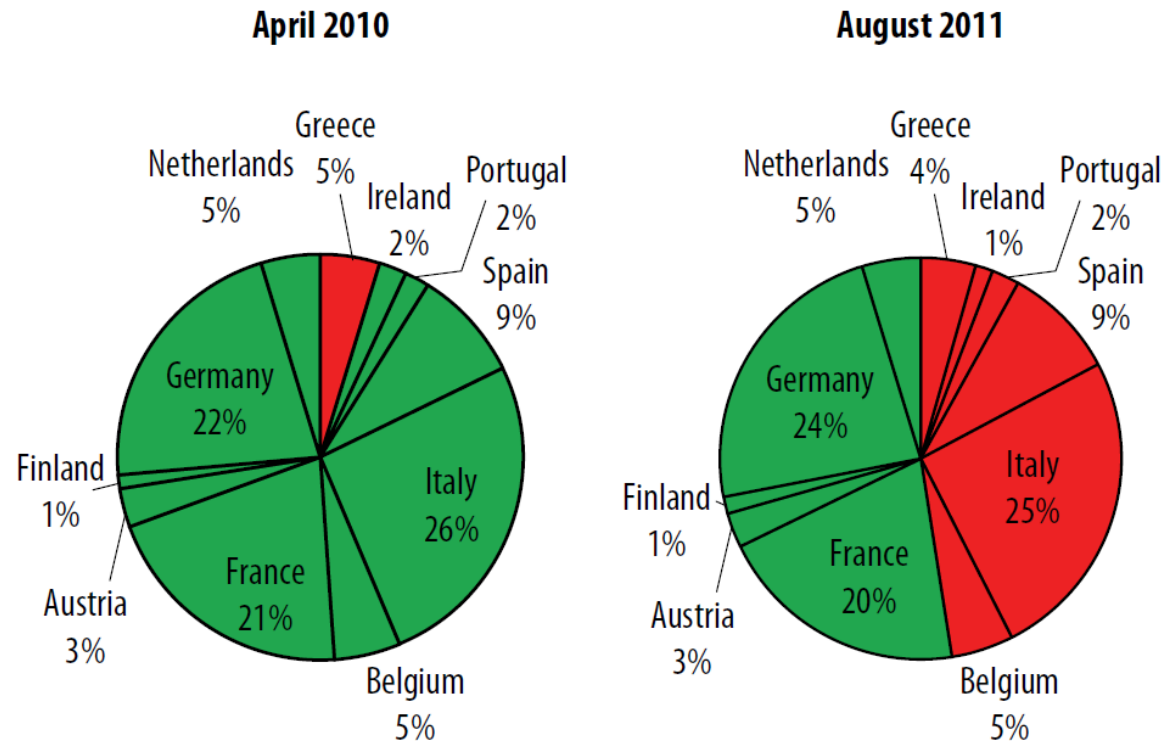
Banker må
ha mer
kapital for
å tåle tap

Figure 1.13. Size of High-Spread Euro Area Government Bond Markets

(In percent of total euro area government debt)

Sovereign credit default swap spread:

- Greater than 200 basis points
- Less than 200 basis points



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Note: The size of the euro area government debt market was €6.5 trillion as of end-2010. Components may not sum to 100 because of rounding.



Hvordan kunne det gå slik?

- . Det så ikke så galt ut
 - . God vekst i de fleste av dagens problemland
 - . Gjelden var på vei ned som andel av BNP
 - . Markedet var ikke bekymret – neglisjerbar renteforskjell
- . Men bildet var misvisende
 - . Lav rente bidro til høy innenlandsk etterspørsel som skjulte og forsterket ubalanser
 - . Stigende kostnadsnivå
 - . Økende underskudd på handelsbalansen
 - . Økende privat gjeld
 - . Juks i statistikken i Hellas

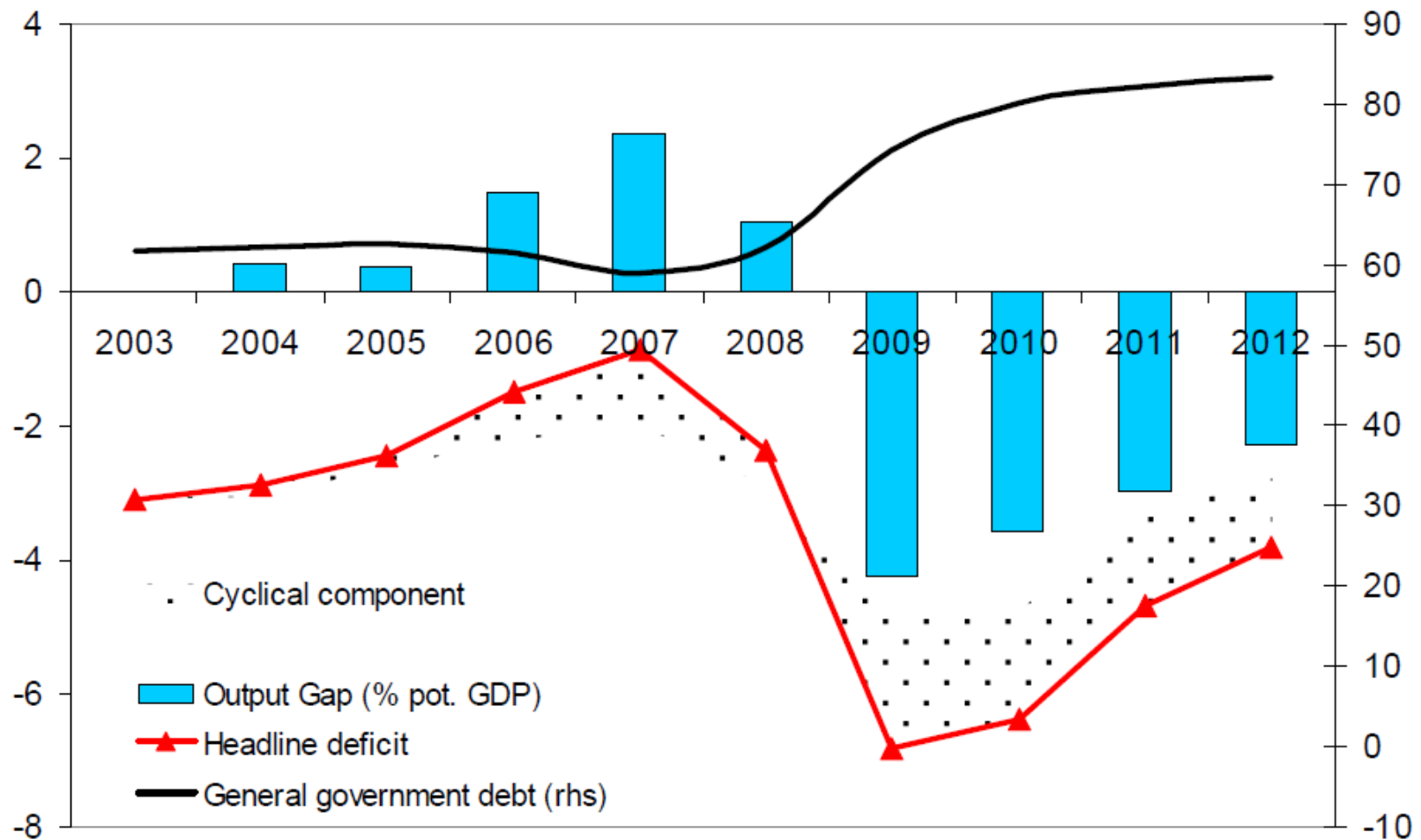


Walters' kritikk av felles valuta

- Samme nominelle rente i hele unionen
- Land i høykonjunktur
 - = > høy lønns- og prisvekst
 - = > lav realrente
 - = > forsterker høykonjunktoren
- Land i lavkonjunktur
 - = > lav lønns- og prisvekst
 - = > høy realrente
 - = > forsterker lavkonjunktoren

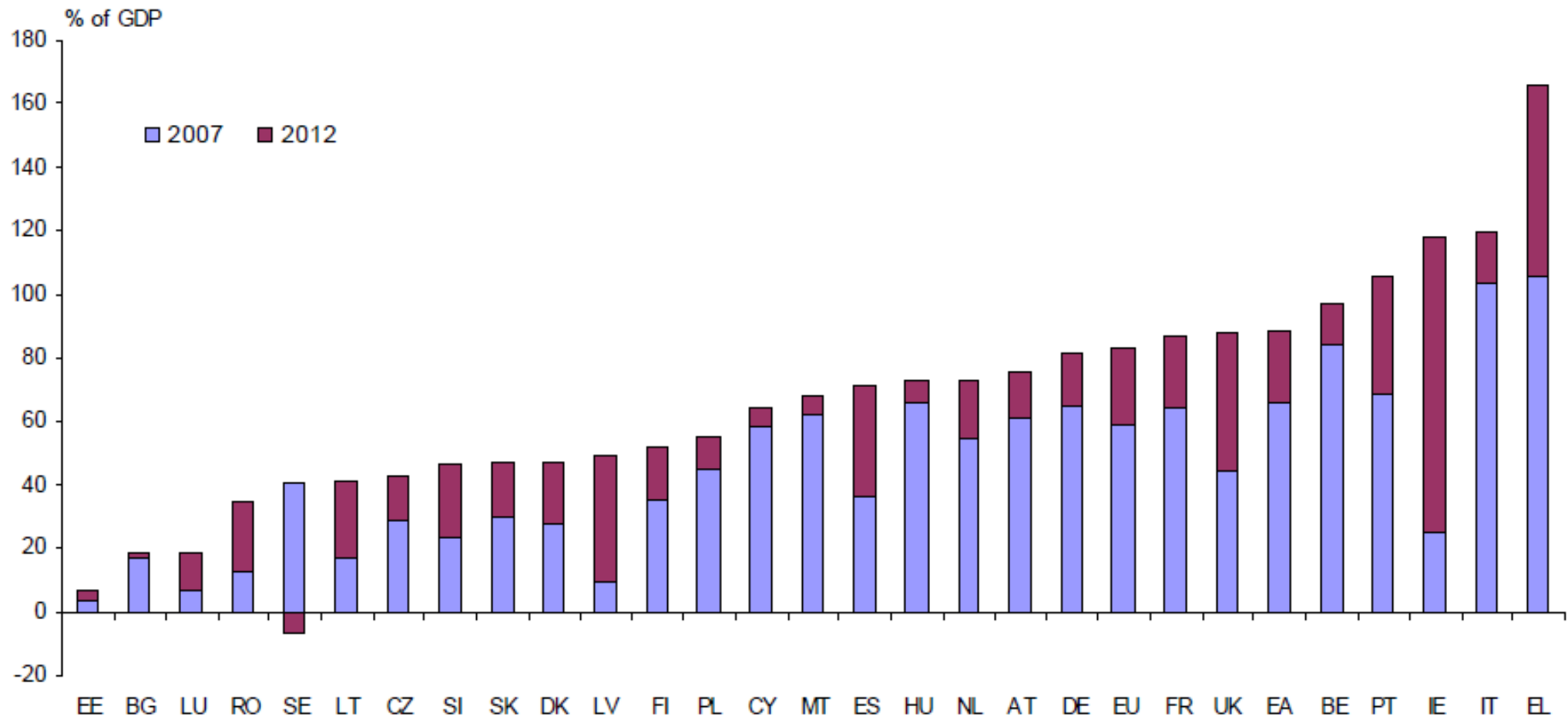


Graph I.2.1: Deficit and cycle in the EU



2011

Graph I.1.1: Short-term fiscal impact of the crisis – general government debt





**UNIVERSITY
OF OSLO**

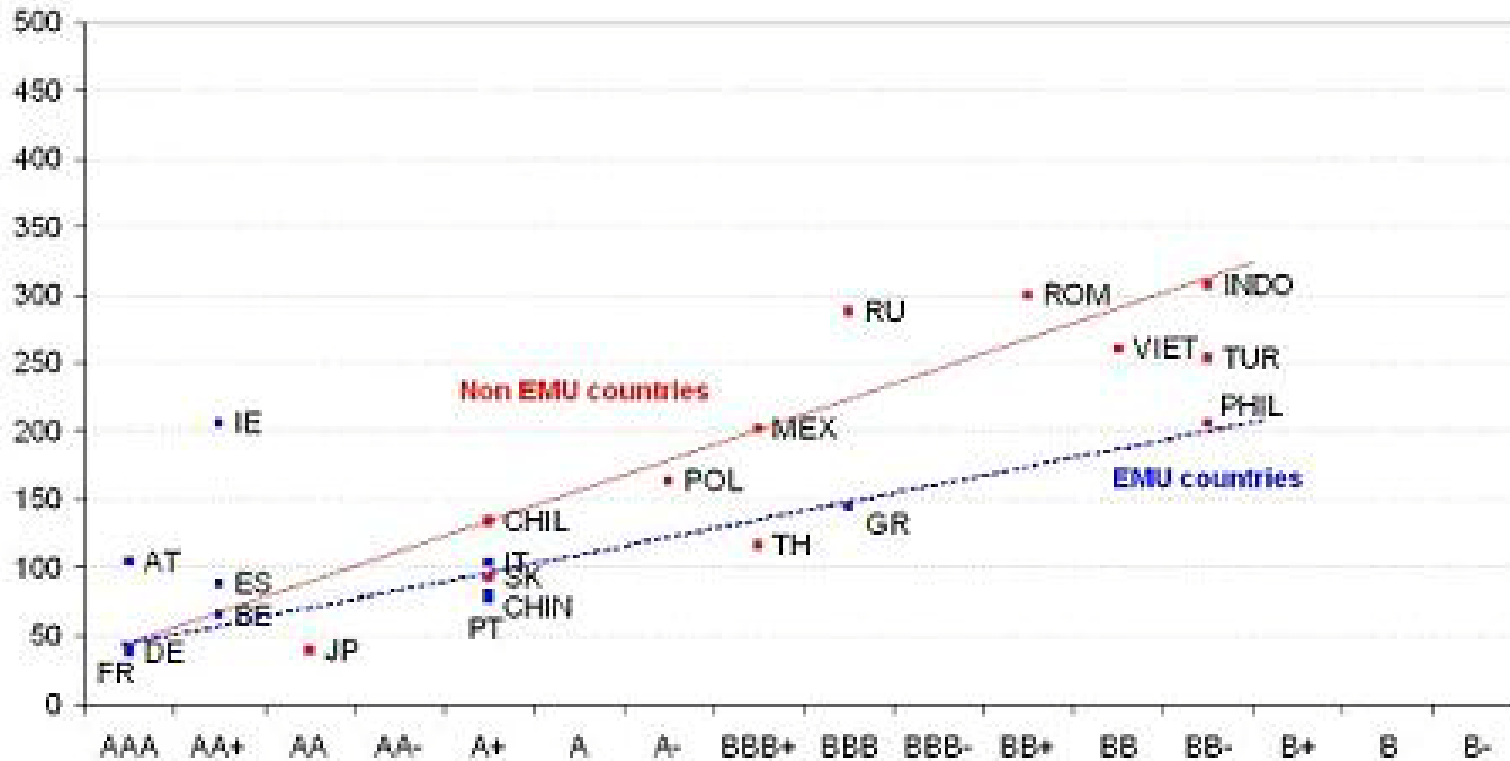
Men hvorfor er det euro-landene som rammes?



UNI
OF

Chart 1: S&P ratings (x-axis) and 5-year CDS (y-axis, basis points) for selected countries within and outside the euro area

1 June 2009



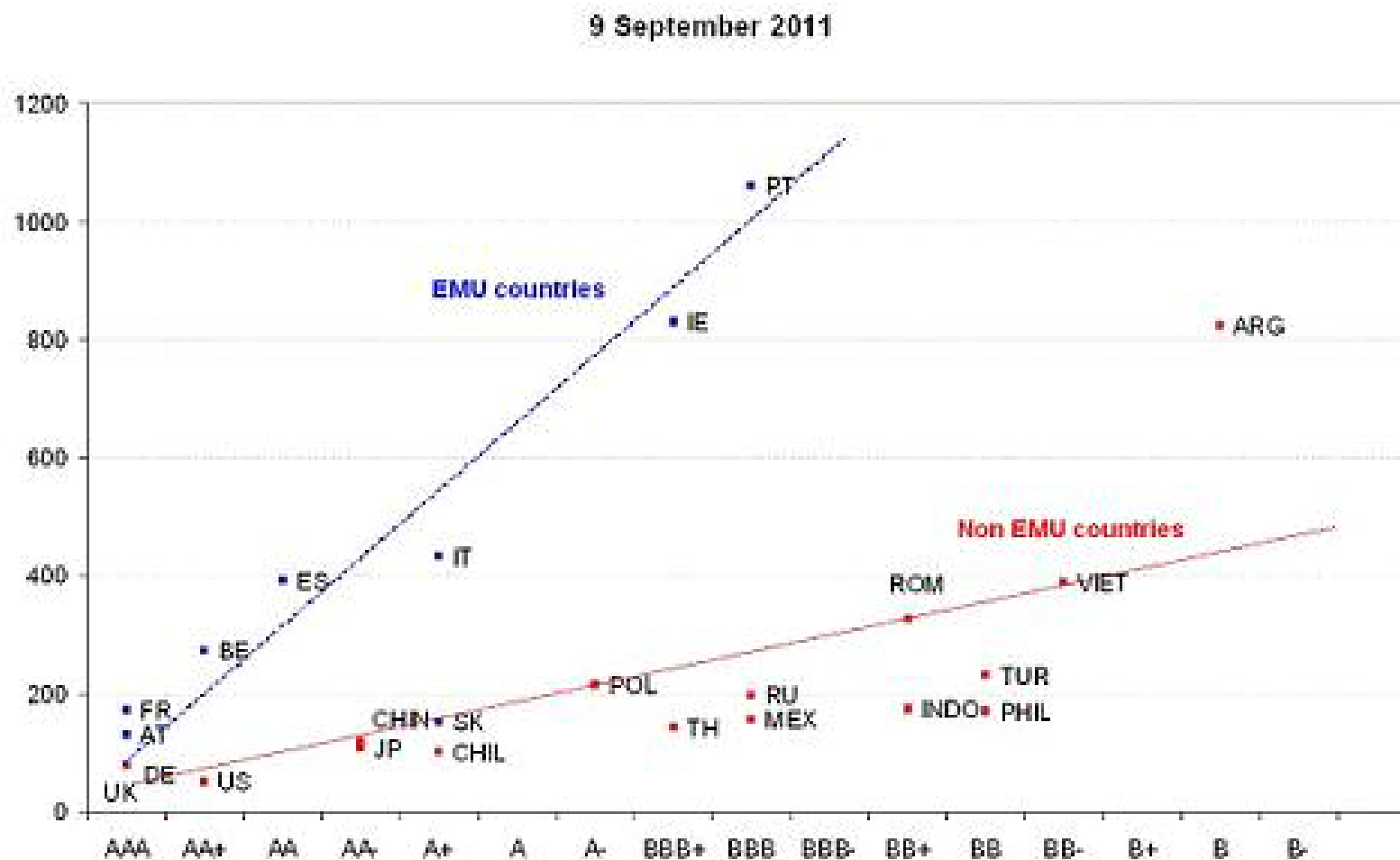
Note: AT: Austria, DE: Germany, FR: France, IE: Ireland, ES: Spain, BE: Belgium, JP: Japan, SK: Slovakia, CHIN: China, CHIL: Chile, IT: Italy, POL: Poland, MEX: Mexico, TH: Thailand, RU: Russia, GR: Greece, ROM: Romania, VIET: Vietnam, INDO: Indonesia, PHIL: Philippines, PT: Portugal, TUR: Turkey.

Sources: Bloomberg and S&P.



UNIVERSITY
OF OSLO

Chart 2: S&P ratings (x-axis) and 5-year CDS (y-axis, basis points) for selected countries within and outside the euro area



Note: AT: Austria, DE: Germany, FR: France, IE: Ireland, ES: Spain, BE: Belgium, JP: Japan, SK: Slovakia, CHIN: China, CHIL: Chile, IT: Italy, POL: Poland, MEX: Mexico, TH: Thailand, RU: Russia, ROM: Romania, VIET: Vietnam, INDO: Indonesia, PHIL: Philippines, PT: Portugal, TUR: Turkey, ARG: Argentina. Greece (not reported): 3500 basis points (y-axis) and is rated CC.

Sources: Bloomberg and S&P.



- God likevekt
 - .Markedet har tillit til at gjelden kan betales
 - .Renten blir lav, og gjelden kan betales
- Dårlig likevekt (likviditetskrise)
 - .Markedet frykter at gjelden ikke blir betalt
 - .Renten blir så høy at gjelden ikke kan betales
- Selvoppfyllende forventninger kan gi likviditetskrise => enorme kostnader
- Euro-landene må forhindre likviditetskriser!



Land uten egen sentralbank er særlig sårbare for gjeldskriser

Anslag 2011 - målt som prosent av BNP

	Budsjettbalanse	Primærbalanse	Brutto gjeld	Netto gjeld
Storbritannia	-8.8	-5.6	81	73
Spania	-6.1	-4.4	67	56

Kilde: IMF Fiscal Monitor September 2011

- Likevel låner UK til 2,5 % rente, og Spania til over 5%
- Sentralbanken kan kjøpe statsobligasjoner – bedre enn å misligholde gjelden



Solvens eller likviditetsproblemer?

- Solvens
 - Må kunne stabilisere gjelden
 - Deretter få gjelden ned til akseptabelt nivå

$$\Delta \frac{Gjeld}{BNP} = - \frac{Primærbalanse}{BNP} + (rente - vekst) \frac{Gjeld}{BNP}_{-1}$$



Solvens eller likviditetsproblemer?

- Solvens
 - Må kunne stabilisere gjelden
 - Deretter få gjelden ned til akseptabelt nivå

$$\Delta \frac{Gjeld}{BNP} = -\frac{Primærbalanse}{BNP} + (rente - vekst) \frac{Gjeld}{BNP}_{-1}$$

Anslag 2011 - målt som prosent av BNP

Primærbalanse Brutto gjeld BNP-vekst

Hellas	-1.3	166	-5
Irland	-6.8	109	0.4
Italia	0.5	121	0.2
Portugal	-1.9	106	-2.2
Spania	-4.4	67	0.5



Kaste Hellas og kanskje Portugal ut av euro-samarb.?

- . Formelt sett vanskelig, men reelt sett mulig
 - . Uten støtte fra ECB står Hellas og Portugal uten tilstrekkelig finansiering av offentlig sektor og egne banker
 - . Vil bli nødt til å etablere egen valuta
- . Ny drakme og escudo vil falle kraftig i verdi
 - . Kostnadmessig konkurranseevne bedres
 - . Vil styrke eksporten og redusere importen
 - . Gir lønnsfleksibilitet ved nominell lønnsstivhet
 - . Vil isolert sett gi viktig bidrag til økt økonomisk vekst



UNIVERSITY
OF OSLO

Men store kostnader ved å forlate euroen

- Hellas kan omgjøre innenlandske euro-kontrakter og obligasjoner til drakmer
 - . Tap for kreditor, gevinst for debitor
 - . Innskudd i greske banker faller i verdi
- Kontrakter og obligasjoner under utenlandsk lov vil fortsatt være i euro
 - . Nedskrivning av offentlig og privat gjeld nødvendig
- Vanskelig prosedyremessig og juridisk
 - . Må komme overraskende
 - . Risiko for kapitalflukt
- Usikkerhet, høy rente, kapitalmangel
- Fare for sterke smitteeffekter



UNIVERSITY
OF OSLO

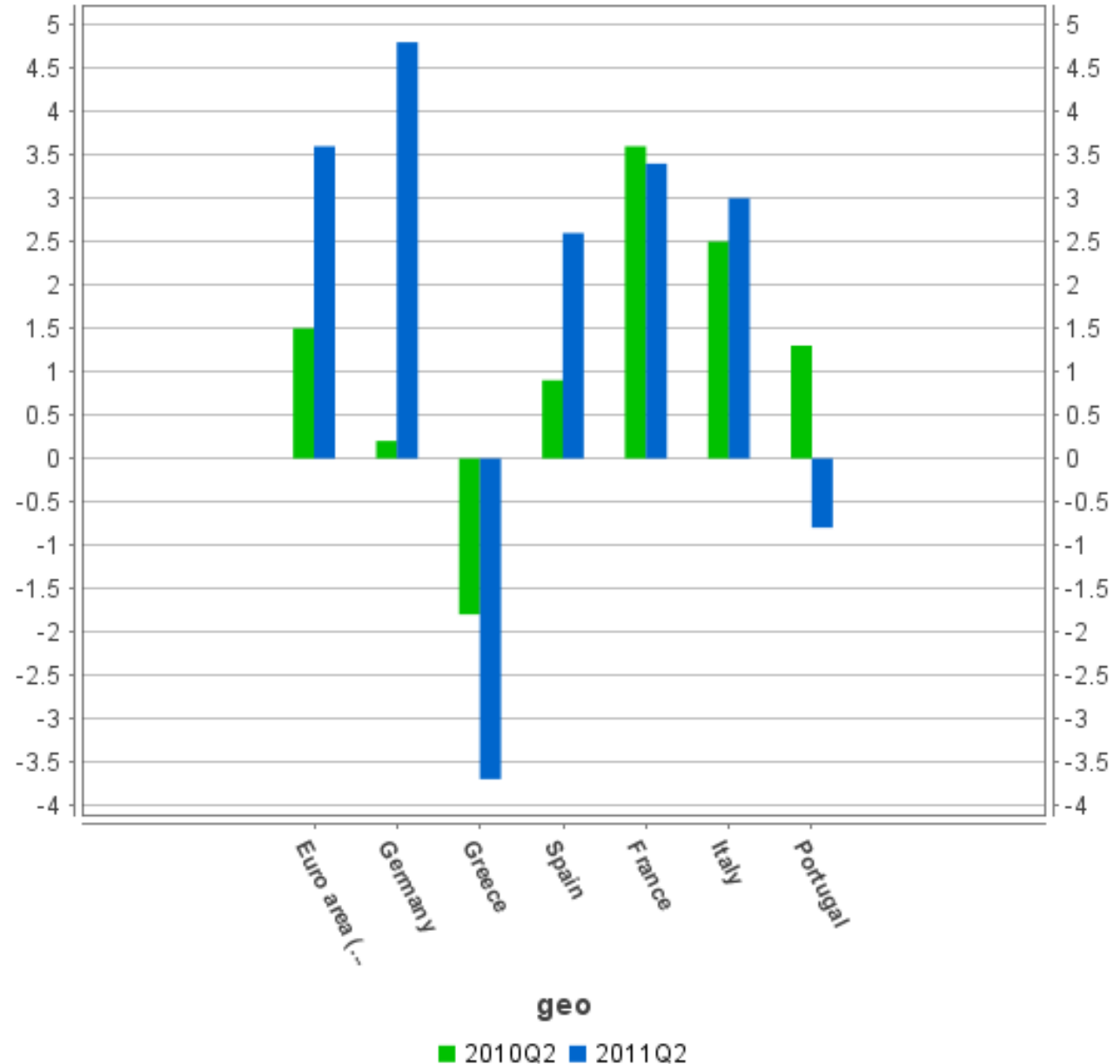
Og sentrale problemer er ikke endret

- Gjelden må reelt sett nedskrives uansett
- Løser ikke problem med manglende skattebetaling og lav produktivitet i store deler av økonomien
- Euro-deltakelse trolig gunstig for strukturelle forbedringer i økonomien



Og krisen
har ført til
endringer i
lønnskost-
nadene

Labour cost index
Index (2008=100) and percentage changes
Percentage change q/q-4 (WDA)





- Må først nedskrive gjeld for Hellas, og muligens Portugal
- Kan ikke garantere for all gjenværende gjeld
 - For stor økt belastning for andre land
 - For stor atferdsrisiko – vil gjeldslandene fortsette å stramme inn?
- Den europeiske sentralbanken (ECB) bør med – kan kjøpe ubegrenset med obligasjoner
- Må skje i ramme som sikrer legitimitet, kontroll på gjeldsland, og kredittrisiko hos fiskale myndigheter



UNIVERSITY
OF OSLO

Vil euro-landene kunne bli enige om en løsning?

- . Har hatt nok av regler før – som ikke er blitt fulgt
- . Har kommet med flere planer før, som ikke er blitt fulgt
- . Prosessen treg og usikker, har ført til stor usikkerhet og ekstra kostnader



Men likevel vil de trolig greie det

- Eurolandene har sterke felles interesser i å løse den akutte gjeldskrisen
 - .Gir meget store kostnader for alle, ved økte rentekostnader, svekkede banker, risiko for store utlånstap, økt usikkerhet og svekket økonomi
 - .Forhindre likviditetskrise er gratis, hvis det lykkes
- EU-apparatet går sakte, men en finner gjerne løsninger
- Bedre regelverk for å sikre offentlige finanser er på vei
 - .Alvoret er forstått
 - .Betydelige overskudd i gode tider
 - .Redusere gjelden



**UNIVERSITY
OF OSLO**

Men det er nok av andre
problemer



UNIVERSITY
OF OSLO

Langvarig økning i arbeidsledigheten

In per cent of labour force

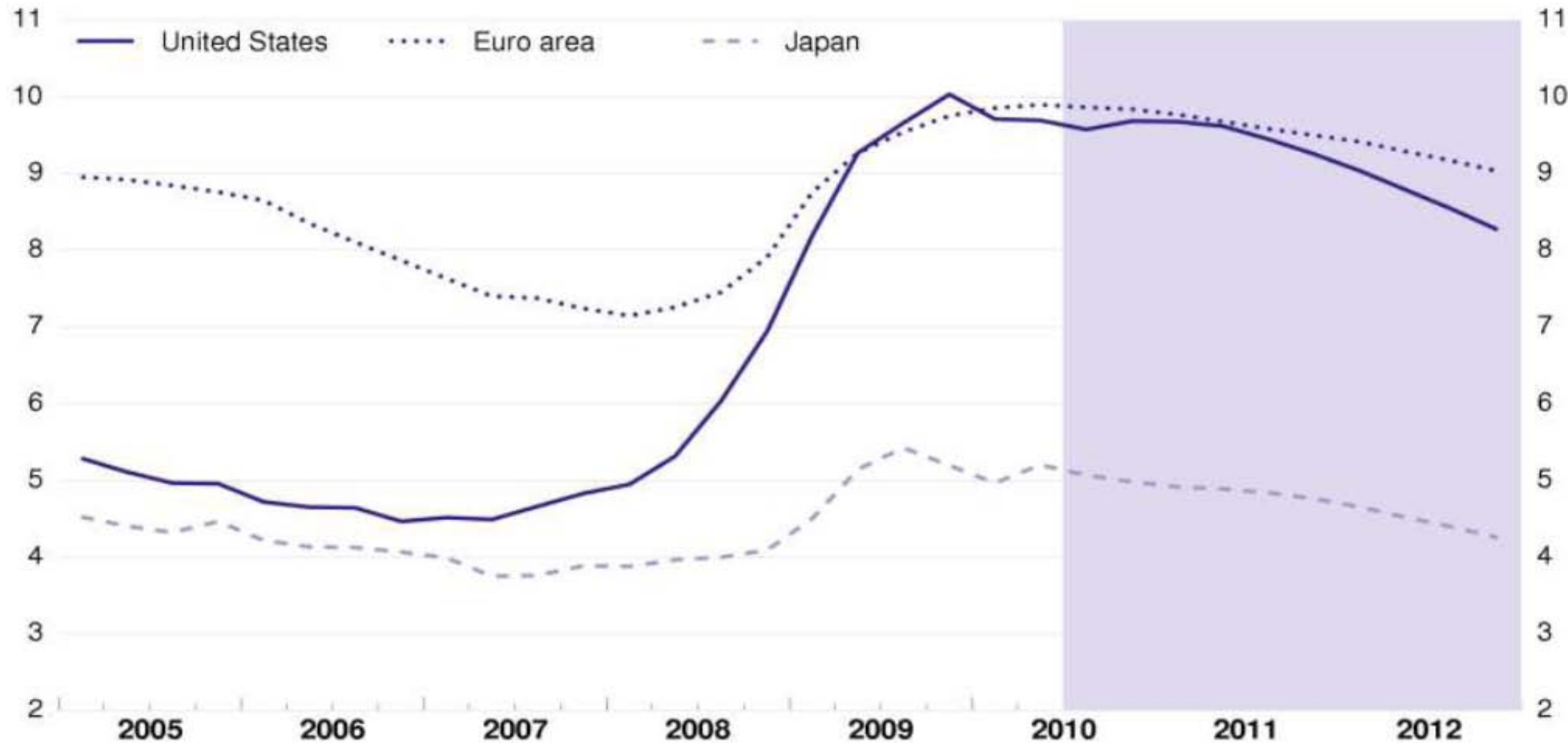
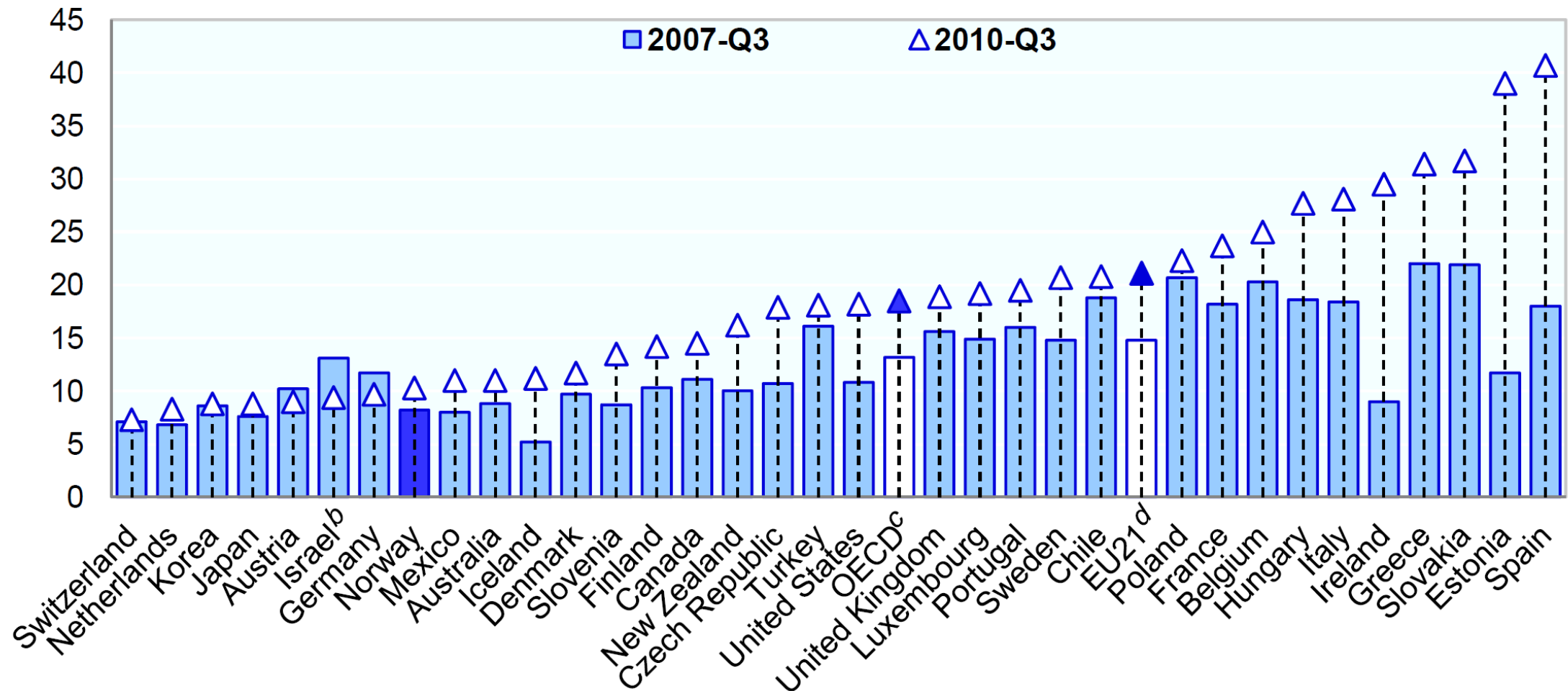


Figure A. Youth unemployment rate in the third quarter of 2007 and 2010^a, OECD countries

Unemployed people aged 15-24 as a percentage of the labour force aged 15-24



a) Non seasonally adjusted data. Data for Czech Republic, Estonia, Greece, Israel, Italy, Norway, Switzerland, Turkey and the United Kingdom refer to 2010-Q2 and 2007-Q2 instead of 2010-Q3 and 2007-Q3. Data for Chile refer to 2009-Q4 and 2006-Q4 instead of 2010-Q3 and 2007-Q3.

b) The statistical data for Israel are supplied by and under the responsibility of the relevant Israeli authorities. The use of such data by the OECD is without prejudice to the status of the Golan Heights, East Jerusalem and Israeli settlements in the West Bank under the terms of international law.



UNIVERSITY
OF OSLO

Finanspolitiske innstramninger vil hemme veksten

- . Landene med størst gjeld og underskudd MÅ stramme inn nå
- . Realøkonomisk sett burde andre land utsette innstramningene til økonomien bedres
 - .Lettere å finne andre jobber
 - .Budsjettkutt kan motvirkes av pengepolitikken
- . Men trolig nødvendig å stramme inn raskere
 - .Markedsforventninger
 - .Innstramninger er politisk mulig
 - .Eksemplets makt overfor andre land
- . Høy ledighet og budsjettkutt kan gi sosial uro
- . Hold euro-renten lav !



**UNIVERSITY
OF OSLO**

2010

Illustrative Fiscal Adjustment Strategy to Achieve Debt Target in 2030

	Gross debt	Primary balance	CAPB	CAPB in 2020–30	Required adjustment between 2010 and 2020	Required adjustment and age-related spending, 2010–30
Belgium	96.7	-0.9	0.3	3.1	2.8	8.4
France	82.4	-4.9	-3.1	3.1	6.3	7.9
Germany	84.0	-1.2	-0.4	2.0	2.3	4.6
Greece	142.8	-4.9	-5.7	9.8	15.5	19.0
Ireland	94.9	-28.9	-6.4	5.6	12.0	13.5
Italy	119.0	-0.3	1.2	4.3	3.1	4.1
Japan	220.0	-8.1	-6.6	7.0	13.6	14.3
Portugal	92.9	-6.3	-5.3	4.3	9.6	13.8
Spain	60.1	-7.8	-6.3	2.0	8.3	10.4
United Kingdom	75.5	-7.7	-5.8	3.4	9.1	13.3
United States	94.4	-8.4	-5.4	5.4	10.8	17.0

G-20 advanced

104.4

-6.2

-4.1

4.3

8.4

12.5

2011



- Euro-landene må redde hverandre
 - Forhindre akutt gjeldskrise
 - Bedre regelverk som sikrer finanspolitisk ansvarlighet
 - Økte overføringer er lite realistisk og vil gi økte atferdsrisiko og kostbare beslutningsproblemer
- Store gjenværende problemer selv om den akutte gjeldskrisen håndteres
 - Kostnadsproblemer i noen land
 - Høy arbeidsledighet
 - Finanspolitiske innstramninger vil dempe økonomien
- Må satse på lav rente, lav/moderat lønnsvekst, strukturelle forbedringer, osv