

Vart tar eurokrisen vägen?

Lars Calmfors

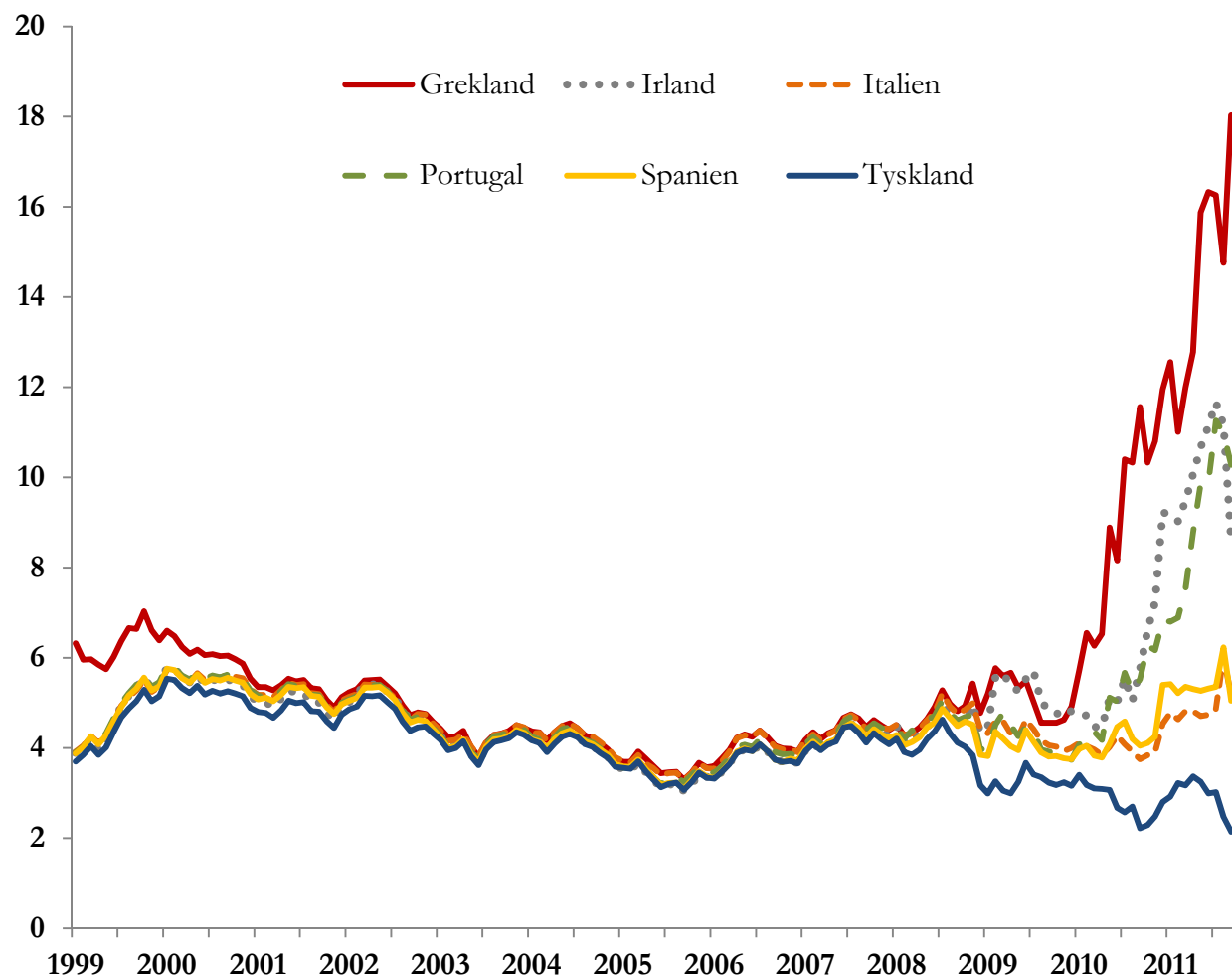
KPMG

23 november 2011

Offentliga finanser 2011

	Finansiellt sparande (procent av BNP)	Primärt finansiellt sparande (procent av BNP)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av BNP)	Konsoliderad bruttoskuld (mdr euro)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av euroområdets totala bruttoskuld)
Grekland	-8,9	-2,1	162,8	340	4,2
Irland	-10,3	-6,7	108,1	178	2,2
Italien	-4,0	0,9	120,5	1870	23,0
Portugal	-5,8	-1,6	101,6	170	2,1
Spanien	-6,6	-4,5	69,6	723	8,9
Frankrike	-5,8	-3,2	85,5		
Belgien	-3,6	-0,3	97,2		
Tyskland	-1,3	1,1	81,7		
Euroområdet	-4,1	-1,2	88,0	8139	100,0
Sverige	0,9	1,7	36,3		

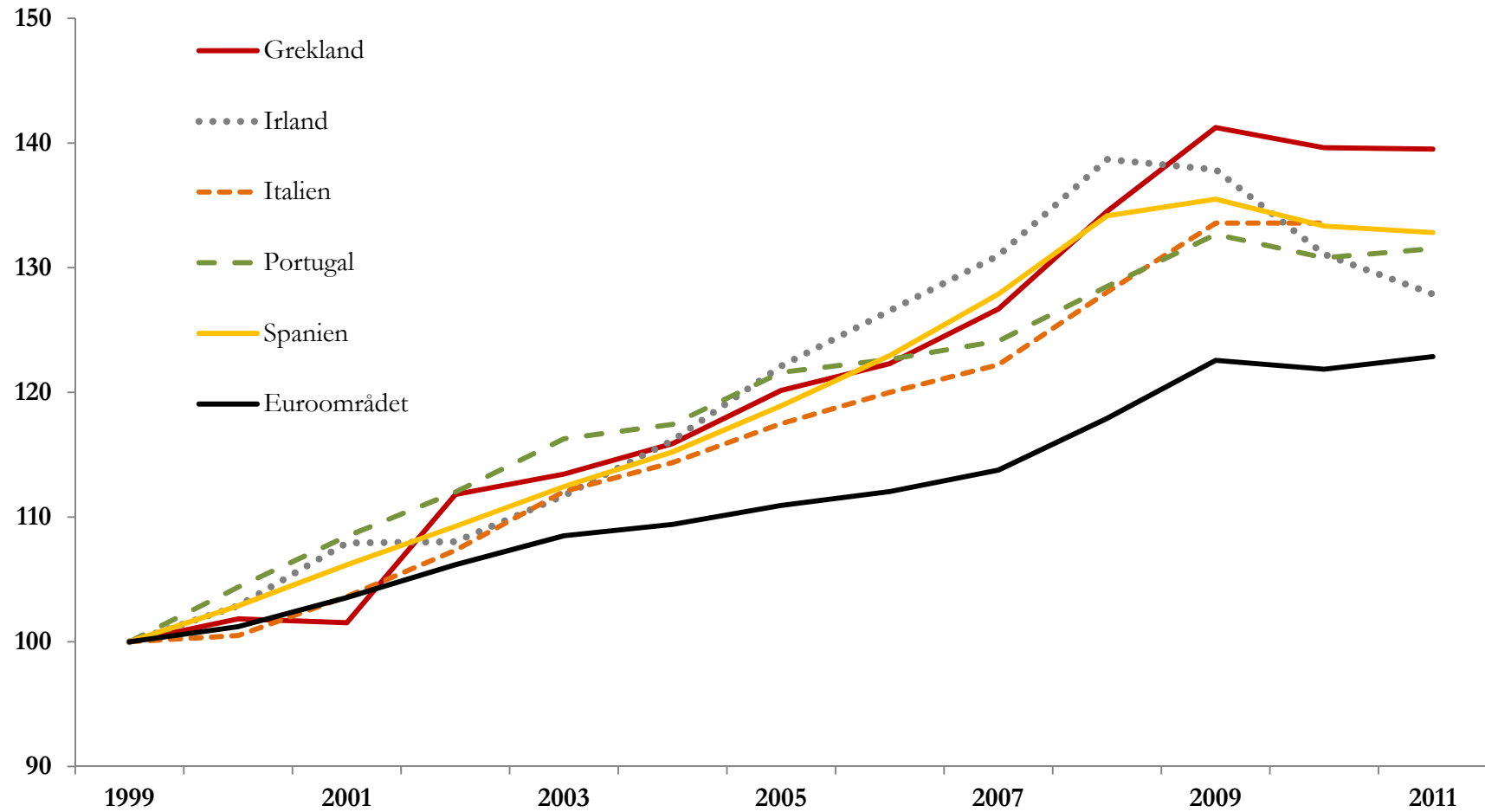
Ränta på tioåriga statsobligationer



Räntan på tioåriga statsobligationer (22/11)

	Ränta	Differens
Grekland	26,31	24,42
Portugal	11,33	9,45
Irland	8,34	6,45
Italien	6,68	4,80
Spanien	6,60	4,72
Belgien	4,80	2,92
Frankrike	3,46	1,57
Österrike	3,41	1,53
Nederländerna	2,50	0,61
Tyskland	1,88	
Sverige	1,66	-0,22

Kostnad per producerad enhet (enhetsarbetskostnad) hela ekonomin (1999 = 100)



Solvens- eller likviditetsproblem?

- **Insolvens:** Det diskonterade nuvärdet av framtida primära budgetöverskott (intäkter minus utgifter exkl räntor) understiger den nuvarande statsskulden
- **Likviditetsproblem** kan uppkomma till följd av **multipla jämvikter**
 - felaktiga marknadsförväntningar kan bli **självuppfyllande**
- Stöd kostar inget om det är likviditetsproblem
- I praktiken mycket svårt avgöra vilken typ av problem det är
 - politisk förmåga genomföra budgetkonsolidering och tillväxtreformer

Skulddynamik

$$d_t - d_{t-1} = p_t + (r-g) d_{t-1}$$

Grekland

$$d_{t-1} = 160 \% ; g = 0$$

$$r = 20 \% \Rightarrow (r-g) d_{t-1} = 32 \%$$

$$r = 10 \% \Rightarrow (r-g) d_{t-1} = 16 \%$$

$$r = 4 \% \Rightarrow (r-g) d_{t-1} = 6,4 \%$$

$$\text{Idag: } p_t = 2,1 \%$$

Skulldynamik

$$d_t - d_{t-1} = p_t + (r-g) d_{t-1}$$

Italien

$$d_{t-1} = 120 \% ; g = 0$$

$$r = 5 \% \Rightarrow (r-g) d_{t-1} = 6,0 \%$$

$$\text{Idag: } p_t = 0,9 \%$$

Vilka länder är insolventa?

- Grekland – ja
- Portugal – förmodligen
- Italien – kanske
- Spanien – kanske inte
- Irland – förmodligen inte

Greisk skuldnedskrivning

- Minskad finanspolitisk anpassningsbörda på lång sikt
 - men anpassningskravet på kort sikt ökar om man utestängs från kapitalmarknaderna och inte får officiellt stöd
- Tydlig signal till marknaderna – bra från systemsynpunkt
- Men spridningseffekter
 - banker
 - stater (höjda statsskuldräntor)

Hur ge (bank)stöd?

- Privat sektor
 - helt otillräckligt
- Nationellt
 - alla länder klarar inte det
- EFSF
 - lån till regeringar
 - själv fungera som bankakut
 - Centralt ta över ägande före rekapitalisering av banker
- (Likviditets)stöd från ECB (Eurosystemet)
- **Brandvägg** mot andra krisländer: Italien

EFSFs stödkapacitet

- Omfattning efter utvidgning 780 mdr euro; lånekapacitet 440 mdr euro
- Garantier för EFSFs upplåning upp till viss nivå för varje land
 - bara sex länder har högsta kreditbetyg
 - Frankrike kan förlora det med större garantier
- **Gemensamma (solidariska)** garantier
- Använd hela omfattningen men då stiger upplåningskostnaderna
- Även Tyskland har en hög skuldkvot och därför begränsad kapacitet utfärda garantier

Hur tillföra mera resurser för stöd?

- *Leveraging av EFSF*
- Använda fonden som riskförsäkring när medlemsländerna emitterar nya lån
 - minskad risk ska sänka finansieringskostnaderna
 - garanti mot kapitalförluster upp till en viss nivå
- *Special purpose vehicle (SPV)* för att ”kombinera resurser från privata och offentliga finansinstitut och investerare”
 - utomstående länder
- IMF
- Mycket oklart vad som kan åstadkommas via EFSF
- Kraven att Eurosystemet (ECB) ska svara för stöden kommer att öka

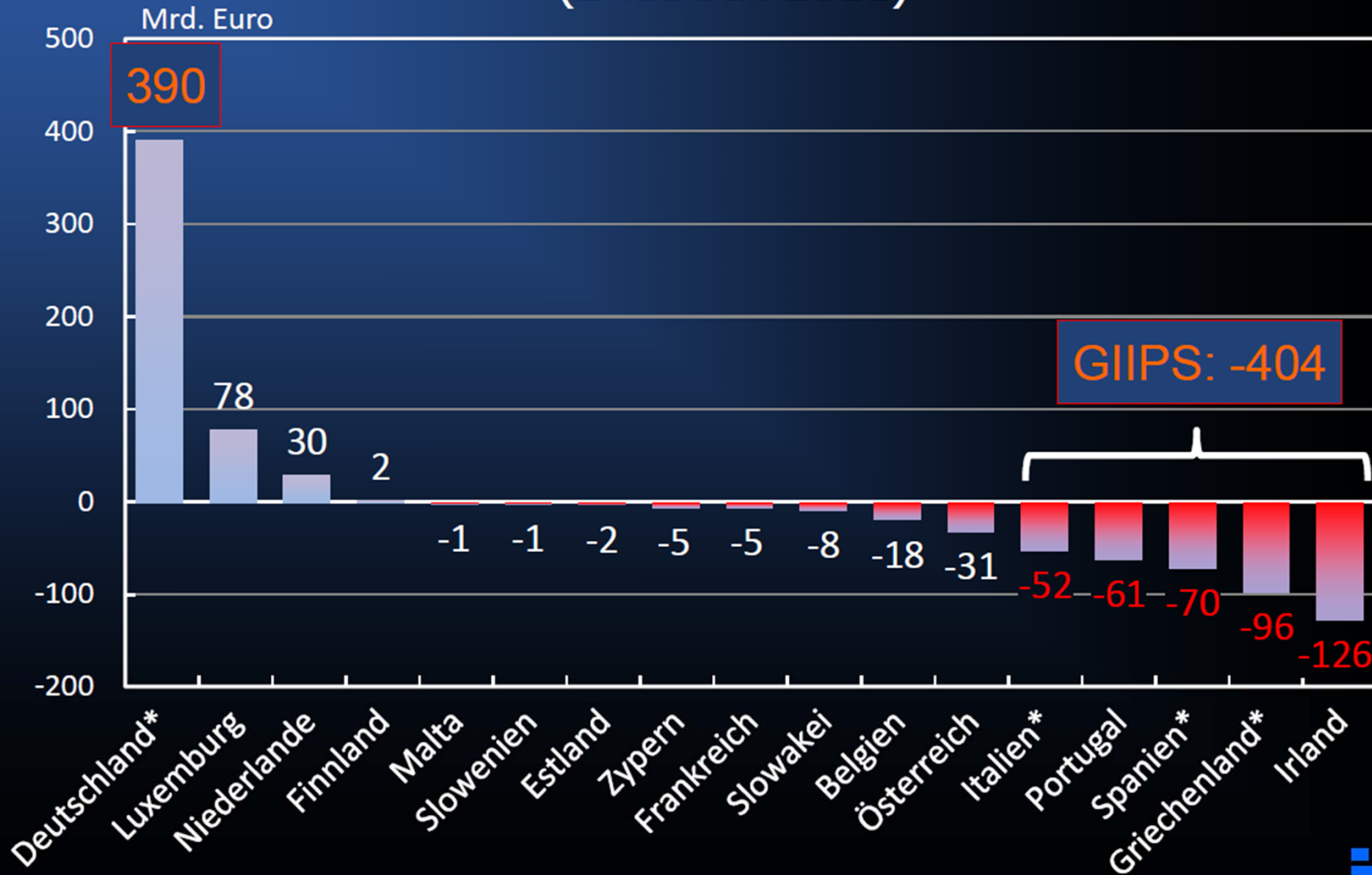
ECBs (Eurosystemets) roll

- Köp av statsobligationer
 - cirka 190 mdr euro nu
- Lån till krisländernas banker mot dåliga säkerheter
 - mer än 450 mdr euro
- Större exponering än EFSF
- Krisländernas betalningsbalansunderskott (bytesbalansunderskott och kapitalflykt) finansieras av Eurosystemet

Europeisk debatt

- Fordringar och skulder mellan de nationella centralbankerna inom TARGET-systemet (**T**rans-European **A**utomated **R**eal-time **G**ross Settlement **E**xpress Transfer System)
- Betalningsbalansunderskott i krisländerna innebär att medel flyttas från dessa länders banker till banker i överskottsländerna (Tyskland)
- Eurosystemet tillhandahåller likviditet till det grekiska banksystemet
- Samtidigt behöver Eurosystemet tillföra mindre likviditet till det tyska banksystemet
- Den totala mängden centralbankspengar (monetära basen) påverkas inte
- Automatisk finansiering av betalningsbalansunderskott inom euroområdet
- Skuldnedskrivningar kan innebära stora kapitalförluster för ECB som fördelas mellan euroländerna

Target-Salden im Euroraum (Ende Juli 2011)

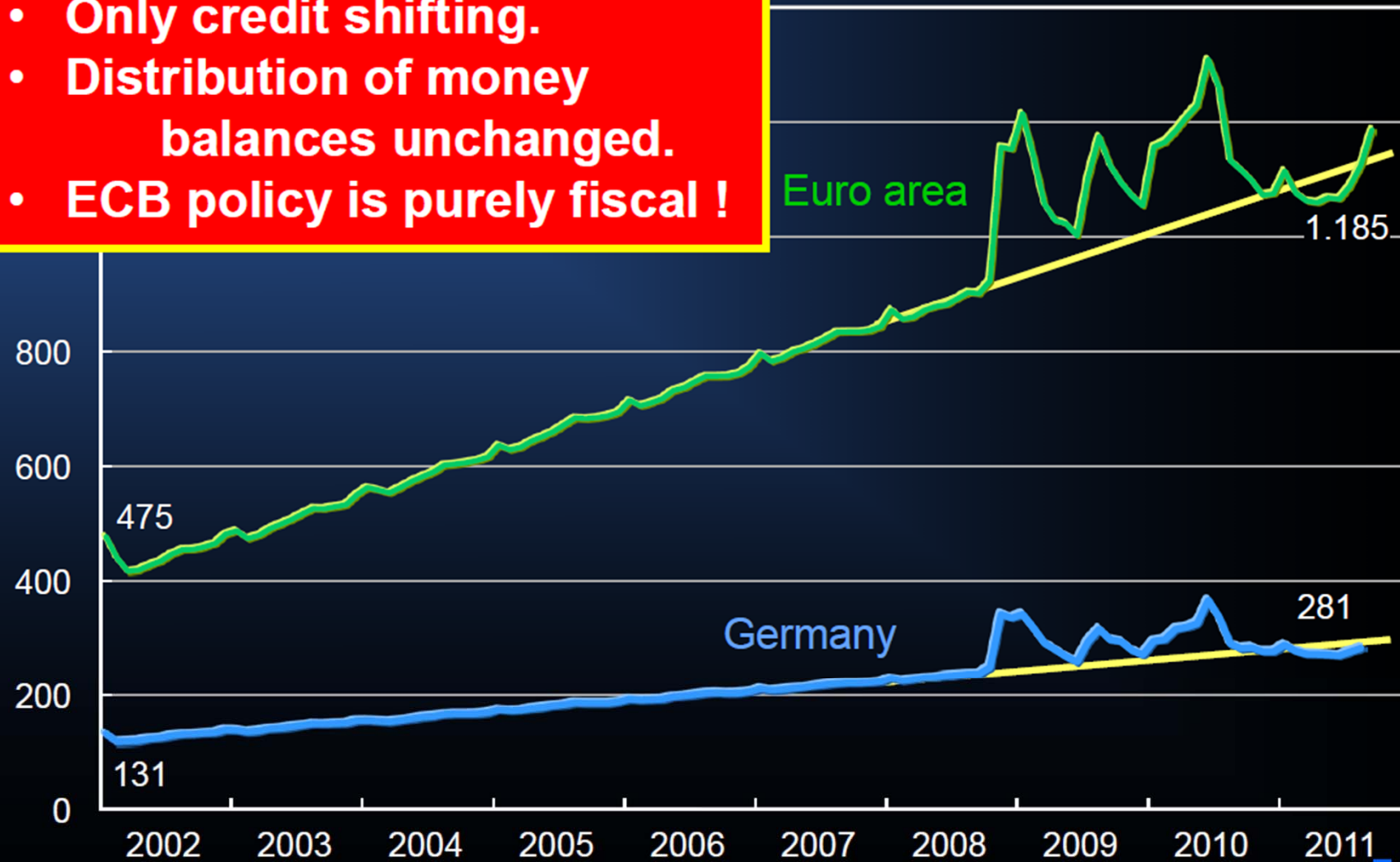


Sinn and Wollmershäuser (2011)

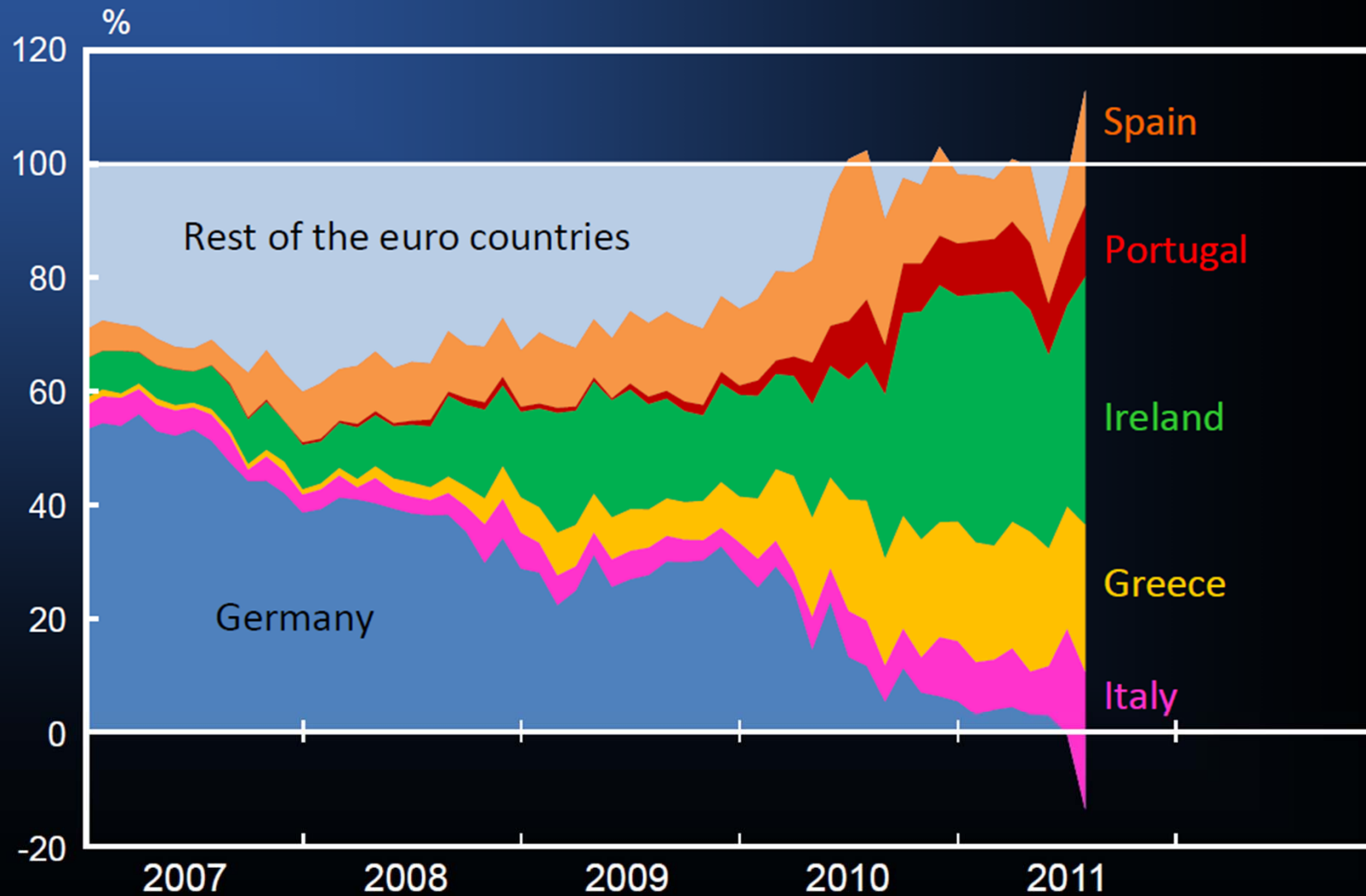
* Stand: Ende August 2011.

Monetary base

- Only credit shifting.
- Distribution of money balances unchanged.
- ECB policy is purely fiscal !



Shares of net refinancing operations



Sinn and Wollmershäuser (2011)

”Obegränsade” resurser för Eurosystemet (ECB + nationella centralbanker)

- En centralbank kan förlora hela sitt eget kapital och operera med negativt eget kapital
 - eget kapital: 465 mdr euro
- Centralbanken kan alltid ”trycka pengar”
 - ensidiga beslut om räntefria lån från allmänheten
- Förslag om att ECB ska utfästa sig att köpa obegränsade volymer statspapper för att hålla statsskuldräntan under en viss nivå
- Konsekvenser
 - risk för kapitalförluster
 - rekapitalisering eller trycka pengar
- Hoarding eller inflation

Demokratiproblem

- Tjänstemän beslutar om skattebetalarnas pengar (med enkel majoritet) om stöd i egen regi
- Låg transparens
- Tyska förbundsdagen förväntar sig att ECB inte ska göra stora fortsatta stödköp
- Oklart hur ECB kommer att agera

Förslag göra EFSF till bank

- EFSF-beslut om lån i centralbanken kräver enhällighet mellan regeringarna
 - mer tysk kontroll än om ECB agerar självt
 - Tyskland har tills vidare stoppat EFSF-lån i ECB
- Fördragsbrott urholkar trovärdigheten för EUs alla regelsystem (särskilt stabilitetspakten)
 - förbud låna till EU-organ, regeringar och offentliga myndigheter
 - EFSF är ingen vanlig bank

Euroobligationer

- Gemensam upplåning (också under normala förhållanden)
- Utjämning av statsskuldräntorna mellan länderna
- Ekvivalent system med obegränsat stöd i kriser från räddningsfonden eller ECB
- Mer långtgående integration än mellan amerikanska delstater
- Försvagade drivkrafter för finanspolitisk disciplin i **alla** euroländer:
moral hazard
 - s k **externalitet**
 - liten effekt på den gemensamma räntan av budgetunderskott i enskilt land
- Kan bara fungera med **uropeiskt beslutsfattande** om enskilda länders budgetunderskott
- Mycket mer långtgående än regler om sanktioner

Blå och röda obligationer

- Blå obligationer garanteras gemensamt av alla euroländer
 - upp till 60 procent av BNP
 - röda (nationella) obligationer därutöver
- Ytterligare krav för att emittera blå obligationer
 - krav på strikt finanspolitik
 - rekommendation från **oberoende europeiskt stabilitetsråd**
 - godkännande av samtliga parlament

Invändningar

- Svagare incitament för budgetdisciplin än idag
- Stark frestelse höja 60-procentsgränsen i krislägen
- Ännu ett sätt utöka stödmöjligheterna i tillägg till dem som redan finns
- Svårt tro på oberoende europeiskt stabilitetsråd
- Behov av fördragsändringar

Grekiskt utträde ur valutaunionen?

- Återinförande av egen valuta som får falla i värde
- Snabb real depreciering som i Sverige 1992
 - nettoexporten kan öka och ge tillväxt
- Nu tidsödande och plågsam **intern devalvering** (lönesänkingsprocess)
- Men valutakonvertering är komplicerad process
 - frysning av banktillgodohavanden
 - valutakontroller
 - utlandsskulden ökar i värde för stat, företag och hushåll: kombination med skuldnedskrivningar
- Förmodligen bra för Grekland
- **Men ytterst problematiskt för de andra krisländerna**
 - "smitta" som vid valutakriser med fasta växelkurser
 - *bank runs*
 - höjda statsskuldräntor

Arbetslöshet

	2009	2010	2011	2012
Grekland	9,5	12,6	16,6	18,8
Irland	11,9	13,7	14,4	14,3
Italien	7,8	8,4	8,1	8,2
Portugal	10,6	12,0	12,6	13,6
Spanien	18,0	20,1	20,9	20,9

BNP-tillväxt

	2009	2010	2011	2012
Grekland	-3,2	-3,5	-5,5	-2,8
Irland	-7,0	-0,4	1,1	1,1
Italien	-5,1	1,5	0,5	0,1
Portugal	-2,5	1,4	-1,9	-3,0
Spanien	-3,7	-0,1	0,7	0,7

Vart tar eurokrisen vägen?

1. "Muddling through"

- inga ytterligare skuldnedskrivningar utöver Grekland
- inga eller begränsade ytterligare stödprogram

2. Massiva stödinsatser

3. Akut finanskris

Muddling through

- Budgetkonsolideringar och tillväxtreformer i krisländerna
- Tillräckligt med utvidgning av EFSF och begränsade stödinsatser av ECB
- Men långsam process: många år av negativ tillväxt i krisländerna och låg tillväxt i Europa som helhet
 - högre kapitaltäckningskrav leder till "credit crunch"
- Processen kan hjälpas upp av lågräntepolitik och finanspolitiska stimulanser i Tyskland och andra länder (inkl Sverige) med goda offentliga finanser

Massiva stödinsatser

- Utvidgning av EFSF, obegränsade ECB-köp av krisländernas obligationer och obegränsat likviditetsstöd från ECB till krisländernas banker, euroobligationer
- Det **kan** rädda situationen om det är **likviditetskris**
- Men det **kan** också försvaga drivkrafterna i krisländerna för budgetkonsolidering och tillväxtreformer
- Om **solvenskris** kan Eurosystemet göra stora kapitalförluster
 - risk för inflation
 - risk för väljarrevolter i både de länder som ger stöd och dem som tar emot stöd
 - i så fall risk för att europrojektet spricker på lång sikt
- **Optimal strategi?:** tillkännage strategi med obegränsade stöd men bara ge stöd upp till viss punkt

Moral-hazard-risker av massiva stöd

- Regelsystemet skärps nu
 - tidigare sanktioner (böter)
 - lättare besluta om sanktioner (omvänd kvalificerad majoritet)
 - bredare makroekonomisk övervakning
 - oberoende statistik
- Betydande risk att massiva stöd urholkar det skärpta regelsystemet
 - Varför vara rädd för böter man kan låna till och få andra att betala?
 - Varför tro på nya fördragsbetämmelser när man bryter mot de gamla?
 - no-bail-out clause
 - ECB får inte stödja enskilda länder
- Eller kommer krisen att ändra beteendet?
 - jfr Sverige efter 1990-talskrisen

Starkare politisk integration

- **Formell** och **reell beslutsmakt** över enskilda länders budgetunderskott flyttas till EU-nivån
- Antagna förslag
 - nationella regler om budgetbalans
 - nationella budgetar grundade på oberoende tillväxtprognoser
 - mer EU-rekommendationer om nationella budgetar
- Oklart om förslagen går tillräckligt långt
- Svårt få igenom fördragsändringar
 - domstolsbeslut om sanktioner?
- Accepterar väljarna i kris- och potentiella krisländer detta?
- Kan euroområdet spricka i två delar?

Akut finanskris

- Otillräckliga stödinsatser
- Bankfallisemang
- Interbankmarknaderna fryser och olika räntemarginaler växer
- Statsmakter och centralbanker har mycket mindre ammunition än 2008/2009
- Flerårig internationell depression
- Europrojektet kan mycket väl överleva detta
 - statsbankrutter och akut finanskris innebär inte i sig att man måste överge den gemensamma valutan
 - men ytterligt bekymmersamt i sig

Vilket scenario är troligast?

- Muddling through: **25 %**
- Massiva stöd som hanterar den akuta krisen och inte hotar eurons fortbestånd på sikt: **20 %**
- Massiva stöd som hanterar den akuta krisen men som får europrojektet att krascha på sikt: **30 %**
 - återgång till nationella valutor: **5 %**
 - euroområdet spricker i två delar: **25 %**
- Akut finanskris och internationell depression: **25 %**

Hur påverkas Sverige?

- Eurokrisens utveckling helt avgörande för Sverige
- Vi kommer att påverkas av låg internationell efterfrågan under alla omständigheter
- Akut finanskris kann få en dramatisk påverkan
- Men både Riksbanken och regeringen har större manöverutrymme än sina utländska motsvarigheter