

# Skuldkrisen i Europa

Lars Calmfors

Executive Trust

17 november 2011

# När bör krisländer stödjas?

- Solvens- eller likviditetsproblem?
- **Insolvens:** Det diskonterade nuvärdet av framtida primära budgetöverskott understiger den nuvarande statsskulden
- Primärt budgetöverskott: Intäkter minus utgifter exklusive räntor

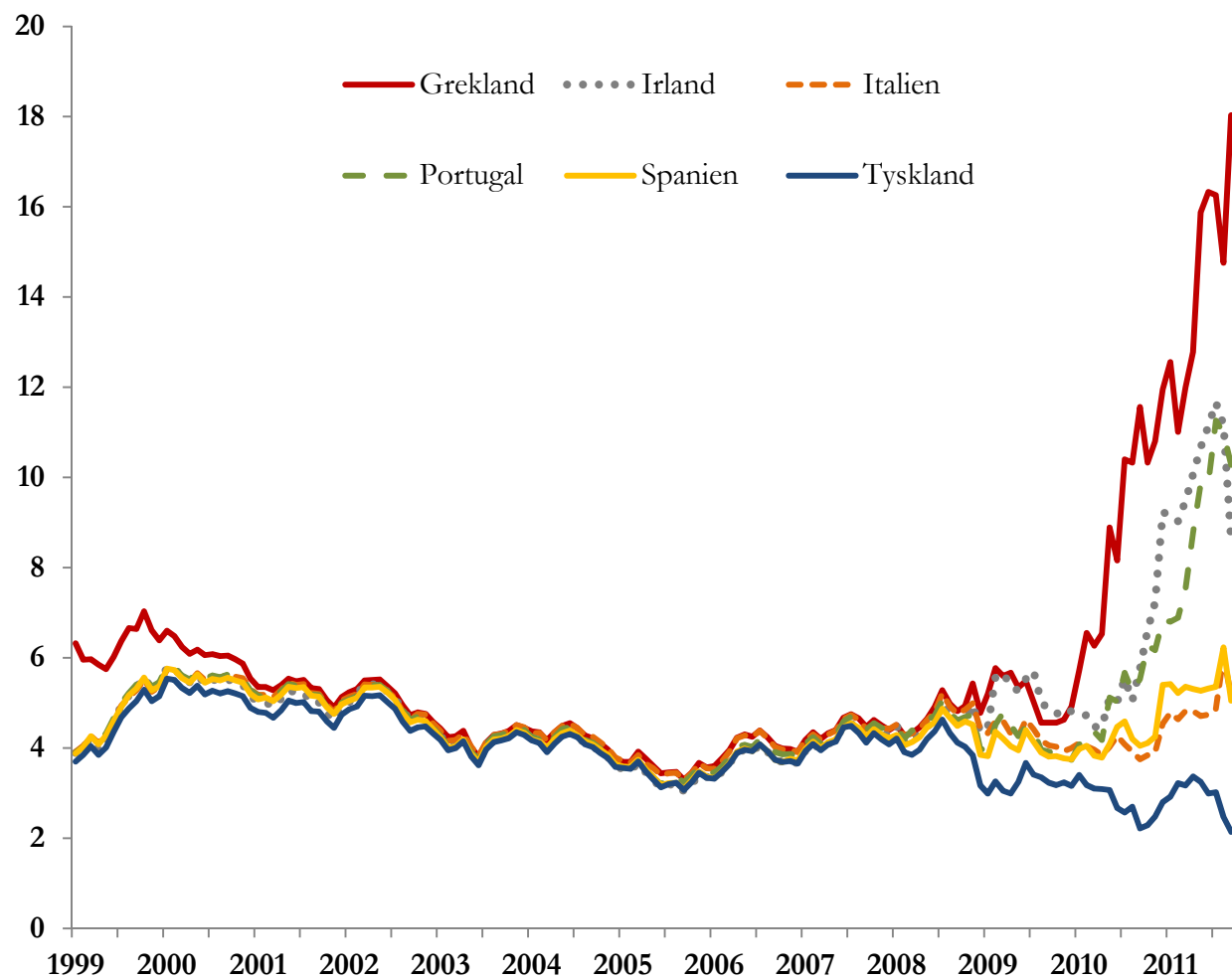
# Likviditetsproblem

- **Multipla jämvikter**
  - felaktiga förväntningar kan driva upp statsskuldräntorna och bli **självuppfyllande**
  - stöd är kostnadsfria vid likviditetsproblem
- Fundamental osäkerhet eftersom framtida budgetöverskott beror på den politik som kommer att föras
- I praktiken mycket svårt skilja mellan solvens- och likviditetsproblem

## Krisländernas offentliga finanser 2011

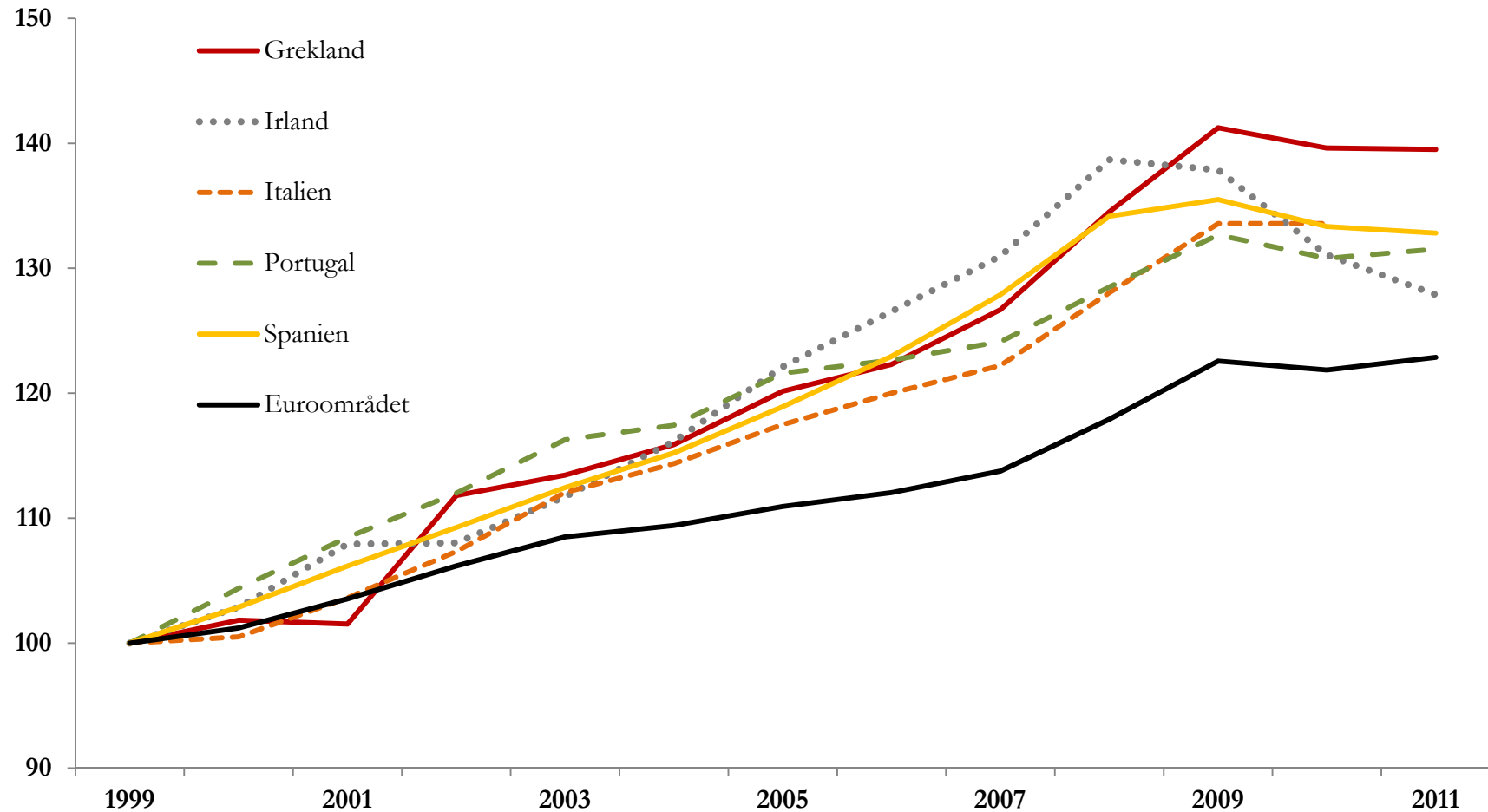
	Finansiellt sparande (procent av BNP)	Primärt finansiellt sparande (procent av BNP)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av BNP)	Konsoliderad bruttoskuld (mdr euro)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av euroområdets totala bruttoskuld)
Grekland	-8,9	-2,1	162,8	340	4,2
Irland	-10,3	-6,7	108,1	178	2,2
Italien	-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		
Tyskland	-1,3	1,1	81,7		
<b>Euroområdet</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>88,0</b>	<b>8139</b>	100,0
Sverige	0,9	1,7	36,3		

## Ränta på tioåriga statsobligationer



Källor: Eurostat (1993-2006), Thomson Reuters (2006-2011).

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



Anm: Enhetsarbetskostnaden beräknas genom att dividera lönesumman inklusive sociala avgifter med BNP. Detta är likvärdigt med att dividera lönekostnaden per person med produktiviteten.

Källa: European Economic Forecast, Spring 2011, European Commission.

## Skulddynamik

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

## Grekland

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

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

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

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

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

## Skulddynamik

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

### 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
- Irland – kanske inte
- Spanien – 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 (inte försäkring mot förluster över en viss nivå)
- *Special purpose vehicles* för att ”kombinera resurser från privata och offentliga finansinstitut och investerare”
  - räntesubventioner?
- Resurser från utomstående länder
  - bilateralt till *special purpose vehicles*
  - 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
- Statskonkurser kan innebära stora kapitalförluster för ECB som fördelas mellan euroländerna
- Hur fördelas förlusterna om euroområdet spricker upp?

# Överföring av insättning från grekisk till tysk bank via TARGET-systemet

1. Grekisk bank
  - skuld till insättare blir skuld till den grekiska centralbanken
2. Grekiska centralbanken
  - fordran på den grekiska banken
  - skuld till ECB
3. ECB
  - fordran på den grekiska centralbanken
  - skuld till Bundesbank
4. Bundesbank
  - fordran på ECB
  - skuld till tysk bank
5. Tysk bank
  - fordran på Bundesbank
  - skuld till insättare



# ”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 italienska statspapper för att hålla statskuldräntan 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

# Artikel 123.1

Det är förbjudet för Europeiska centralbanken och medlemstaternas centralbanker (härefter kallade "nationella centralbanker") att ge unionens institutioner, organ eller byråer, centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligrättsliga organ eller offentliga företag i medlemsstaterna rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter; detsamma gäller Europeiska centralbankens och de nationella centralbankernas förvärv av skuldförbindelser från dem.

## Artikel 123.2

Bestämmelserna i punkt 1 ska inte gälla offentligt ägda kreditinstitut; dessa ska behandlas av de nationella centralbankerna och Europeiska centralbanken på samma sätt som privata kreditinstitut vad gäller tillförseIn av centralbanksreserver.

# 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

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

## BNP-tillväxt

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

## Nominell lönekostnadsökning

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

## Förändring av enhetsarbetskostnad

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Grekland</b>	7,2	-1,6	-2,9	-2,8
<b>Irland</b>	-2,4	-6,9	-3,1	-1,3
<b>Italien</b>	4,2	-0,3	1,5	1,1
<b>Portugal</b>	3,3	-1,3	0,8	-0,6
<b>Spanien</b>	1,4	-2,3	-0,8	0,0

# Grundläggande målkonflikt mellan akut krishantering och långsiktigt regelsystem

- Det skärpta regelverket sätts ur spel
  - tidigare sanktioner
  - lättare besluta om dem (omvänd kvalificerad majoritet)
  - bredare makroekonomisk övervakning
- Varför vara rädd för böter man kan låna till och få andra att betala?
- Varför tro på fördragsbestämmelser om dessa upprepade gånger bryts?
  - **no-bail-out clause** blir **bail-out guarantee**
  - ECB agerar i strid med fördragsbestämmelserna
  - Kommer man ändå att lära av erfarenheterna?
- Euron kollapsar inte om enskilda länder går i bankrutt och om ny akut finanskris uppstår – däremot recession/depression
- Största hotet mot euron är väljarrevolter
  - i de länder som betalar
  - i de länder som får stöd med hårda villkor (ökad övervakning på plats)

# Grundläggande målkonflikt mellan akut krishantering och långsiktigt regelsystem forts.

- **Gemensamt beslutsfattande** på europeisk nivå om enskilda länders budgetunderskott krävs
- Antagna förslag
  - nationella regler om budgetbalans
  - nationella budgetar grundade på oberoende tillväxtprognoser
  - mer EU-rekommendationer om nationella budgetar
- Osannolikt att förslagen går tillräckligt långt
- **Reell beslutsmakt** måste flyttas till EU-nivån – är väljarna redo för det?
- Inte säkert att man bör försöka undvika ny finanskris till varje pris
- Försök att göra det kan också skapa statsfinansiella problem för de euroländer som inte har sådana idag