

# Hur kommer eurokrisen att sluta?

Lars Calmfors

21/11-12

Norrlandsfonden, Skellefteå

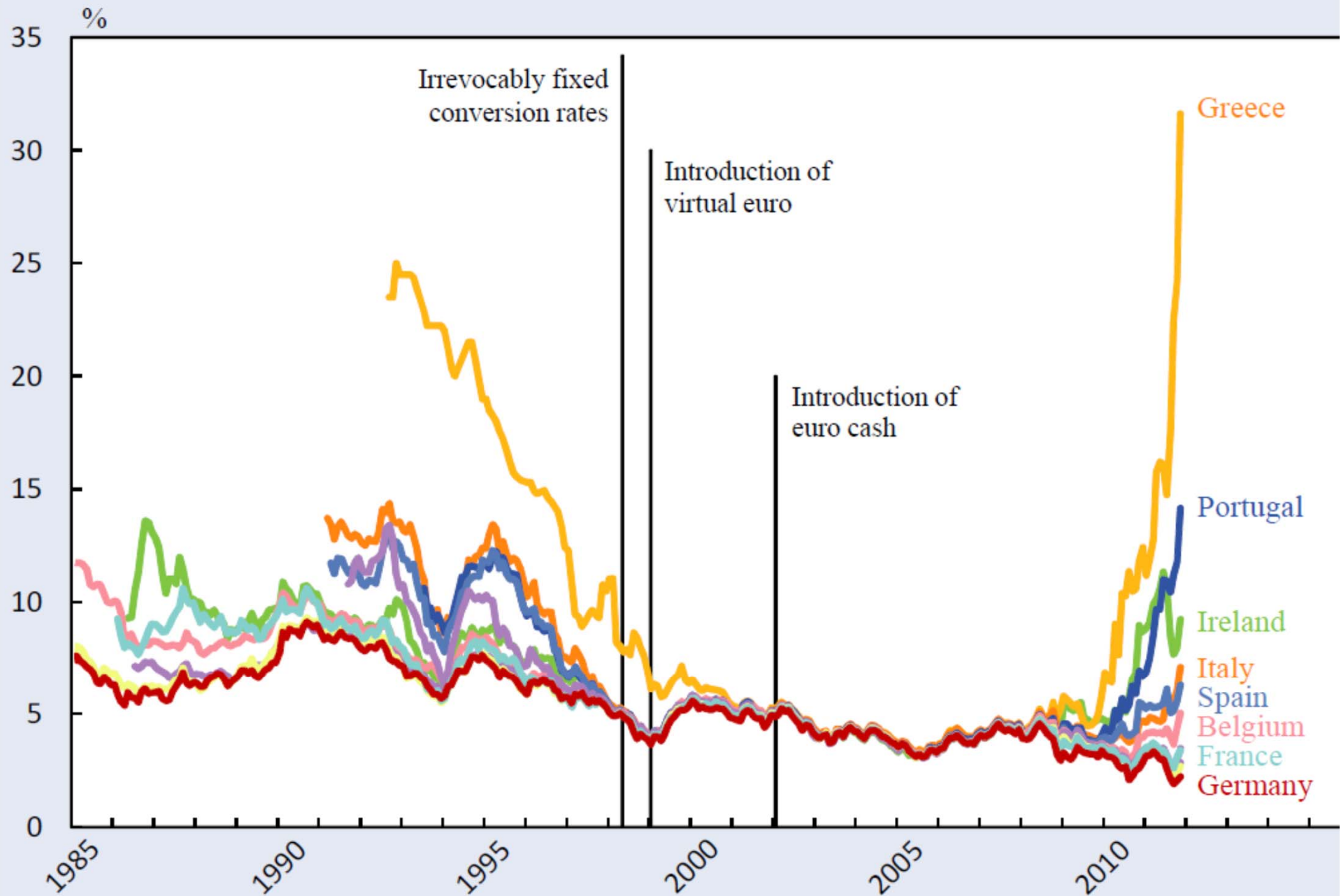
## De offentliga finanserna 2012

	Finansiellt sparande (procent av BNP)	Konsoliderad offentlig sektors bruttoskuld (procent av BNP)
Grekland	-6,8	176,7
Irland	-8,4	117,6
Italien	-2,9	126,5
Portugal	-5,0	119,1
Spanien	-8,0	86,1
Frankrike	-4,5	90,0
Tyskland	-0,2	81,7
<b>Sverige</b>	<b>-0,0</b>	<b>37,4</b>
Storbritannien	-6,2	88,7
USA	-8,5	109,6

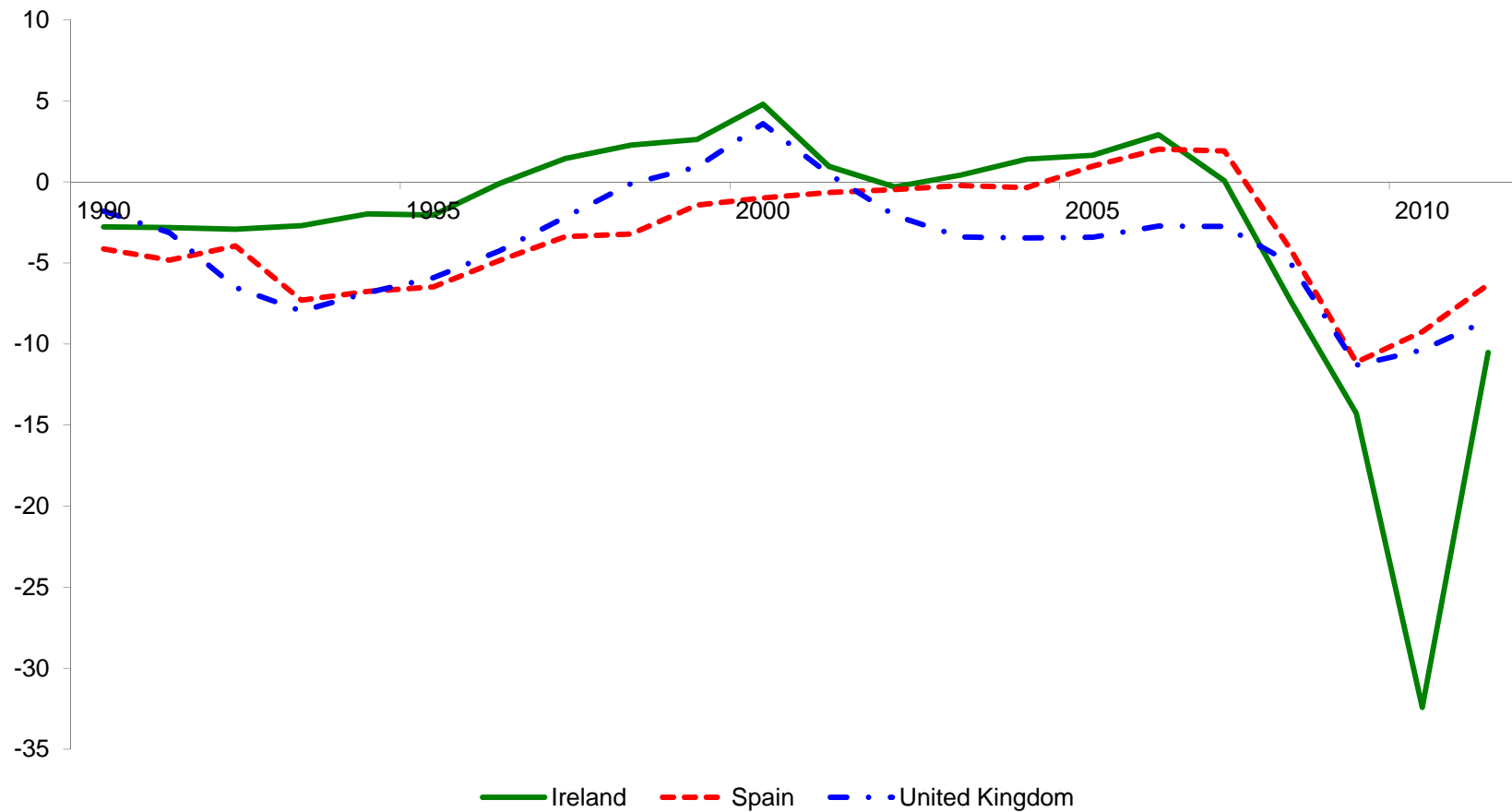
# Eurokrisens orsaker

- Gigantisk ”asymmetrisk störning” till följd av räntefall i Sydeuropa när euron infördes
- Incitament till **överbelåning**
  - Offentlig sektor i Grekland (och Portugal)
  - Privat sektor i Irland och Spanien  
(budgetunderskott när bubblorna brast)
- Ond cirkel där marknadens tvivel på betalningsförmågan leder till räntehöjningar som ökar budgetunderskotten som leder till ännu mer tvivel, ännu högre räntor, ännu högre budgetunderskott osv

# Interest rates, ten-year government bonds



General government net lending, per cent of GDP, Ireland, Spain and U.K.  
1990-2011



# Skulldynamik för offentlig sektor

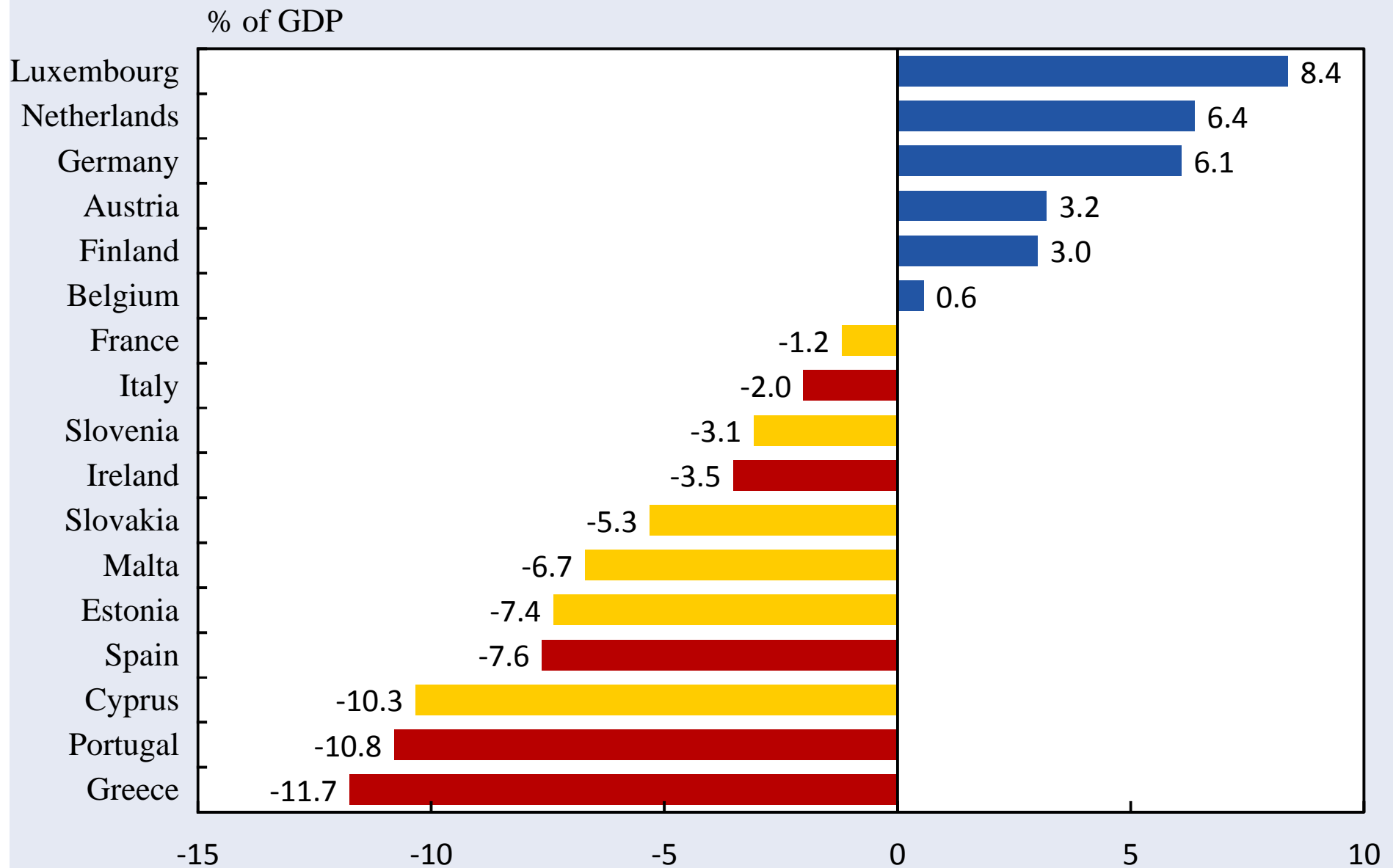
**Förändring av skuldkvoten = Primärt finansiellt sparandeunderskott som andel av BNP + (Statsskuldränta – Tillväxttakt) X Föregående års skuldkvot**

**Primärt finansiellt sparandeunderskott = Utgifter – Intäkter exkl räntebetalningar**

# Exempel

- Statskuldränta = 0,07, Tillväxttakt = -0,02, Skuldkvot = 100 %
- Konstant skuldkvot kräver finansiellt sparandeöverskott = 9 %
  
- Statskuldränta = 0,20, Tillväxttakt = -0,04, Skuldkvot = 160 %
- Konstant skuldkvot kräver finansiellt sparandeöverskott = 38,4 %

# Current account balances 2005-2010



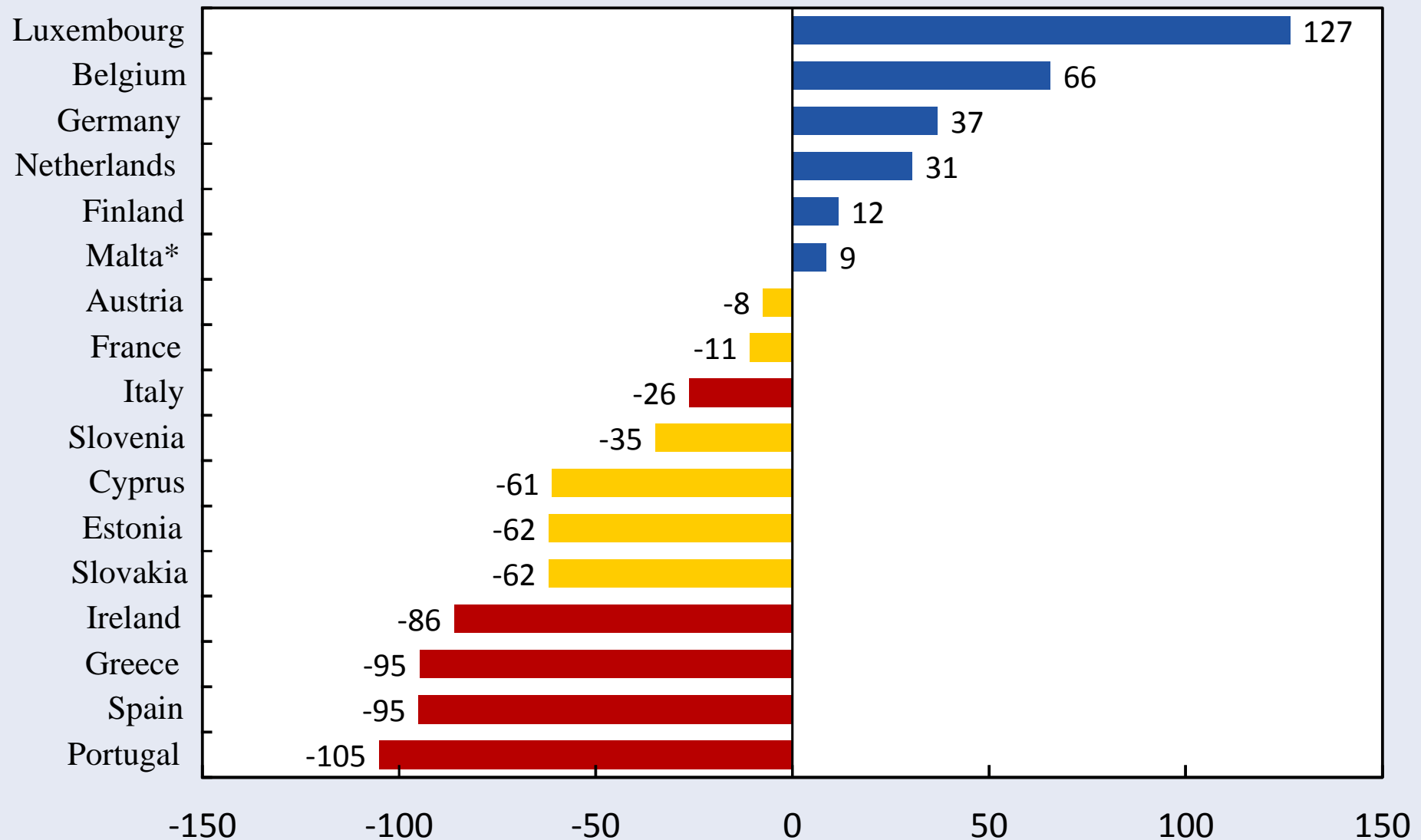
Source: Eurostat, Ifo Institute calculations.



# Net foreign position relative to GDP

End of June 2011

% of GDP in 2011

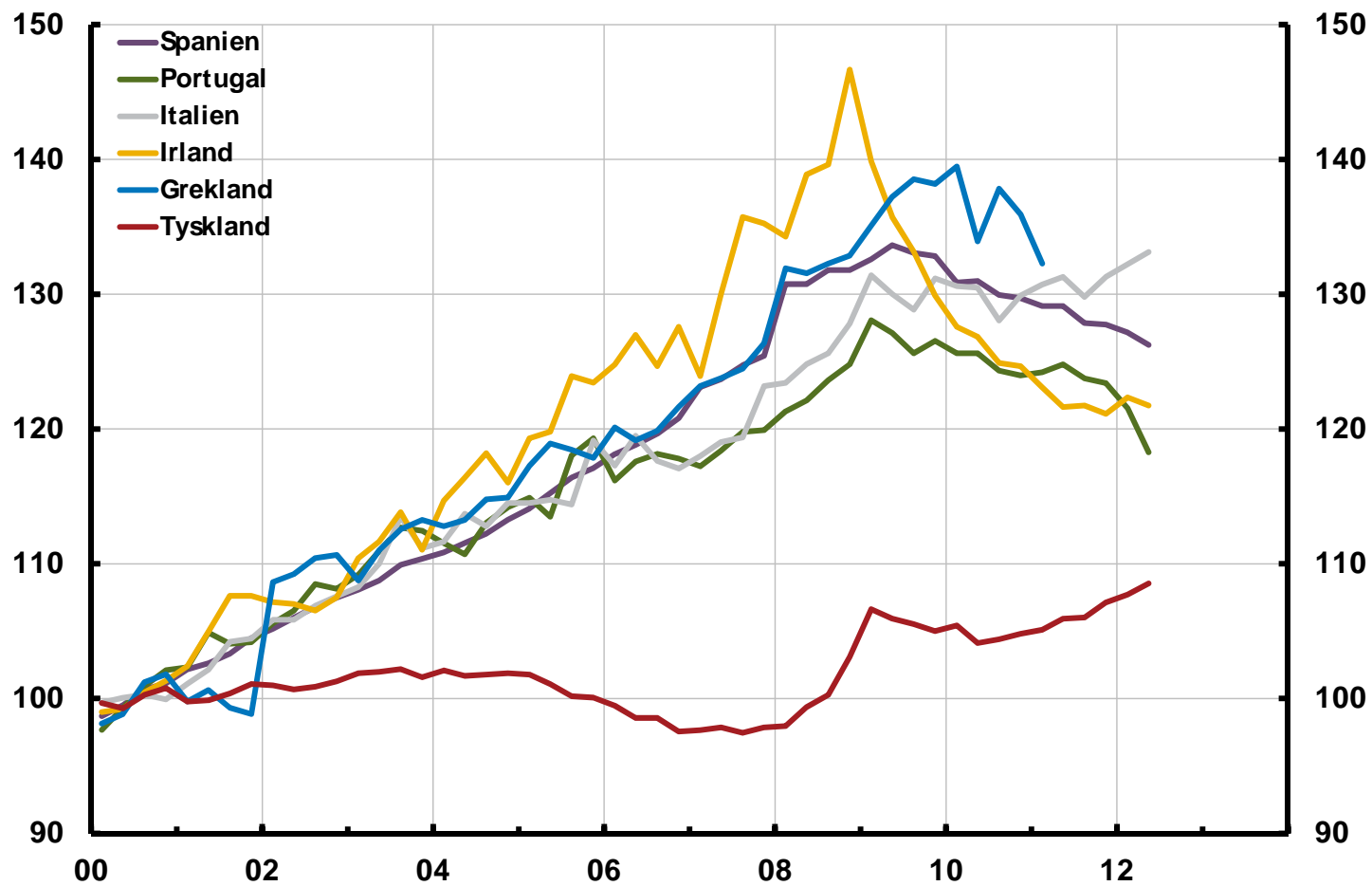


\*End of December 2010.

Source: Eurostat, Ifo Institute calculations.

# Diagram 1.7. Arbetskostnad per producerad enhet

Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Anm. För Grekland finns det endast säsongrensade data till och med första kvartalet 2011.

Källa: Eurostat

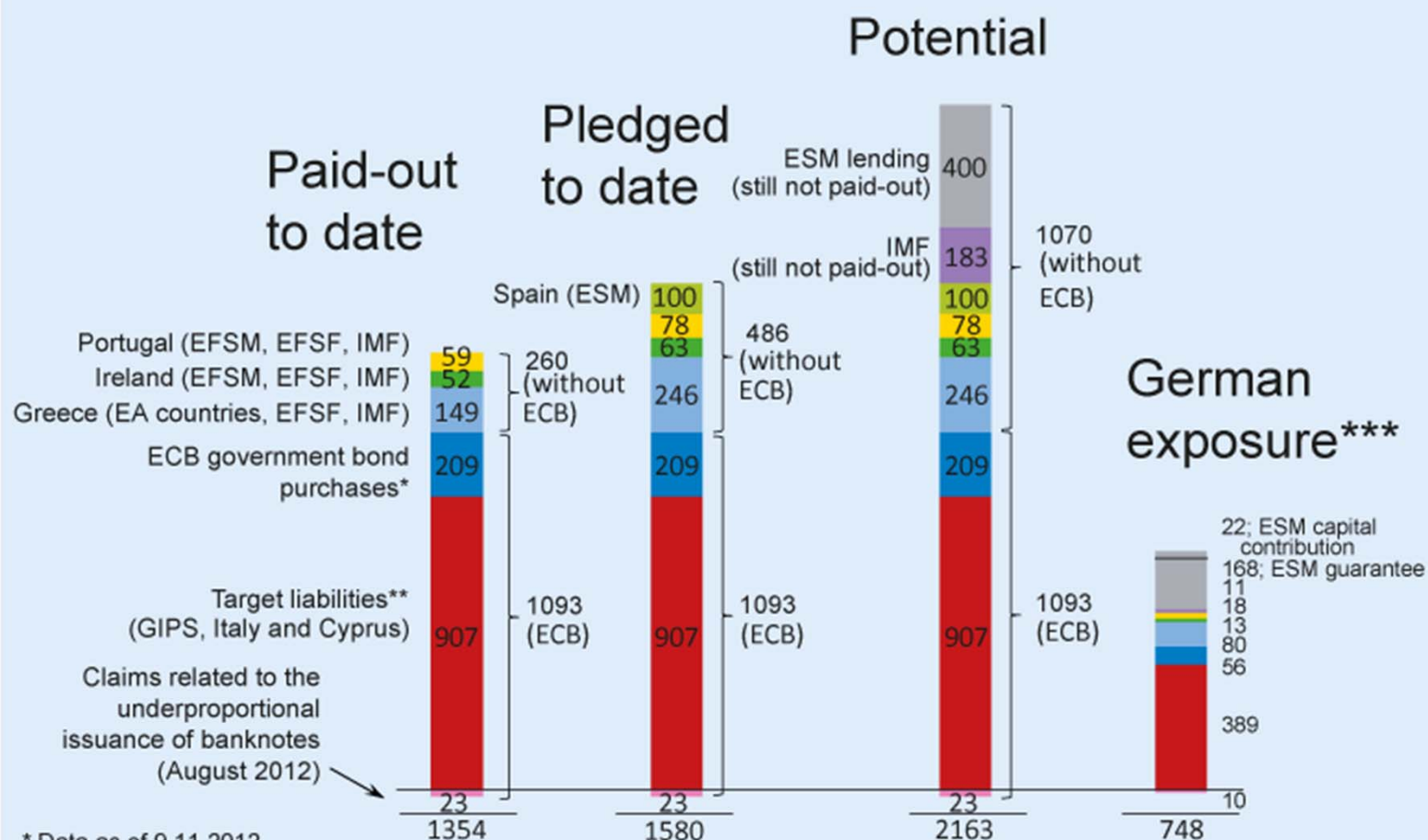
# Stödpaket från andra EU-länder

- Två stödpaket för Grekland
- Irland och Portugal
- Stödpaket på gång för Spanien och Cypern
- Det första stödpaketet för Grekland var ad hoc
- Senare formalisering i EFSF och ESM
  - finansiering genom gemensamt garanterad upplåning
- **Moral hazard** – risk för oansvarigt beteende
- Risk för kapitalförluster för andra euroländer som garanterat räddningsfondernas upplåning

## De största stöden till krisländerna har kommit via Eurosystemet (ECB och nationella centralbanker)

- Finanskrisen innebar att de privata kapitalinflödena för att finansiera PIGS-ländernas bytesbalansunderskott stoppade upp
  - likvida medel har flyttats till banker i Tyskland
- I ett system med fasta växelkurser hade det blivit **betalningsbalanskriser** och devalveringar
- I stället har de nationella centralbankerna i krisländerna tillskjutit likviditet (mot dåliga säkerheter)
  - kreditkontraktion i krisländerna har motverkats
- Samtidigt har de fått skulder till ECB i **Targetsystemet** (betalningssystemet mellan centralbankerna i euroområdet)
- Bundesbank har i stället fått fordringar på ECB i **Targetsystemet**

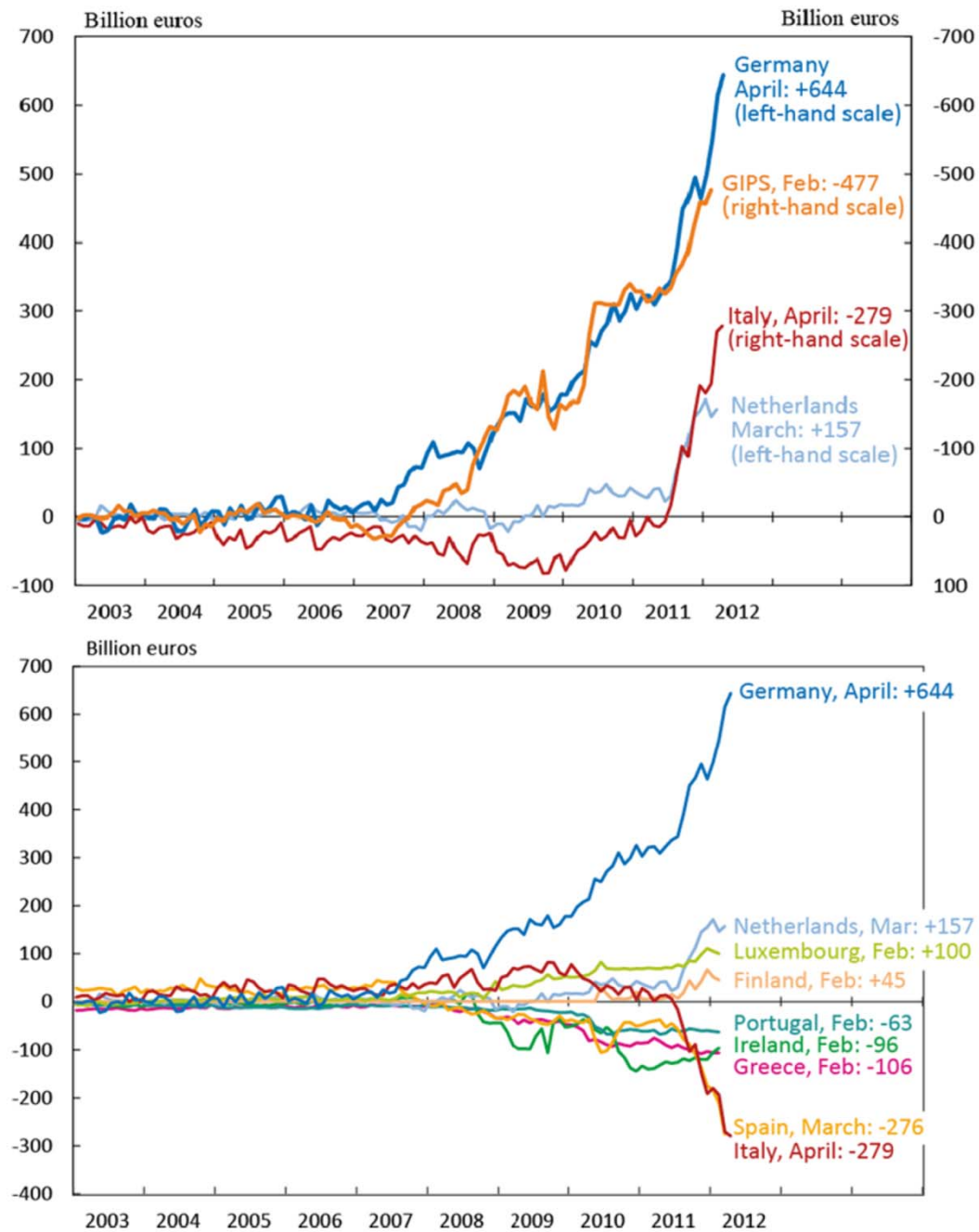
# Lending funds available to euro countries (billion euros)



\* Data as of 9.11.2012.

\*\* Data as of end of August 2012 (Greece, Ireland, Portugal and Cyprus); Italy and Spain: end of October.

\*\*\*\* If GIPS countries, Italy and Cyprus default; related to the potencial (3<sup>rd</sup> column).



**Fig. 2** Net claims of the NCBs resulting from transactions within the Eurosystem (TARGET). Sources: Own calculations; see the [Appendix](#)

## Starka drivkrafter använda Eurosystemet (ECB och nationella centralbanker) för att stödja krisländer

- ECB-stöd är inte transparent
- Teknokratiska och inte politiska beslut
- Eget kapital skulle kunna raderas ut och t o m bli negativt: en centralbank kan arbeta med negativt eget kapital
- Räntefri upplåning genom monopolet att trycka pengar
  - men vinster som ska levereras in till statskassorna uteblir
- Stor risk för kapitalförluster som i slutändan belastar skattebetalarna

# ECBs förlustkapacitet

- Eget kapital: **500 mdr €**
- Utelöpande sedelstock: **900 mdr €**
- Nuvärde av framtida seignorage (vid nuvarande inflationstakt): **2 000 mdr €**
- Rent tekniskt kan ECB tåla kapitalförluster på upp till **3 400 mdr €** utan att behöva trycka så mycket pengar att inflationen ökar



# Två synsätt

## **Självuppfyllande förväntningar**

- Massiva stöd håller nere räntorna och därmed blir krisländerna solventa
- Stöden är likviditetsstöd som inte har någon långsiktig kostnad

## **I grunden insolventa krisländer**

- Massiva stöd innebär att medlemsländerna tar över de osäkra privata fordringarna
- Stora kapitalförluster för skattebetalarna i de länder som står för stöden

# Vad händer med eurokrisen?

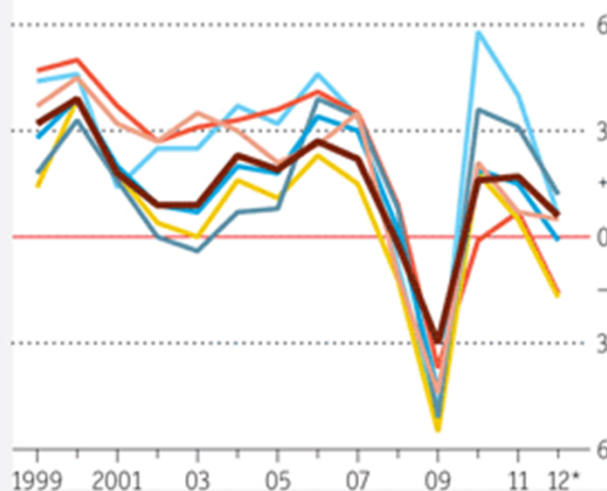
- ECB har öppnat för obegränsade köp av krisländernas statspapper med upp till tre års löptid
- Men många osäkerhetsfaktorer
  - Bara om krisländerna får stöd från EFSF/ESM
  - Villkor om åtstramningar måste uppfyllas
  - Vad sker om villkoren inte uppfylls?
  - Är ECBs åtagande ovillkorligt? Hur stora förlustrisker är man beredd att ta?
  - Hur stort är det politiska stödet för risktagande i de länder som står för stöden?
- Frankrike kan förvandlas till krisland
  - än så länge låga statsskuldräntor
  - men stor statsskuld
  - real appreciering har skett
  - mindre av reformer än i krisländerna
  - marknadens inställning kan snabbt ändras
  - de potentiella kostnaderna för Tyskland m fl länder skulle öka dramatiskt

## A middling performance

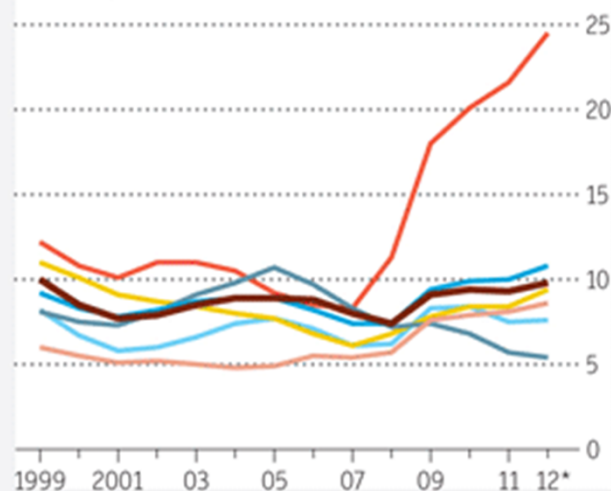
1

France Britain Euro area Germany Italy Spain Sweden

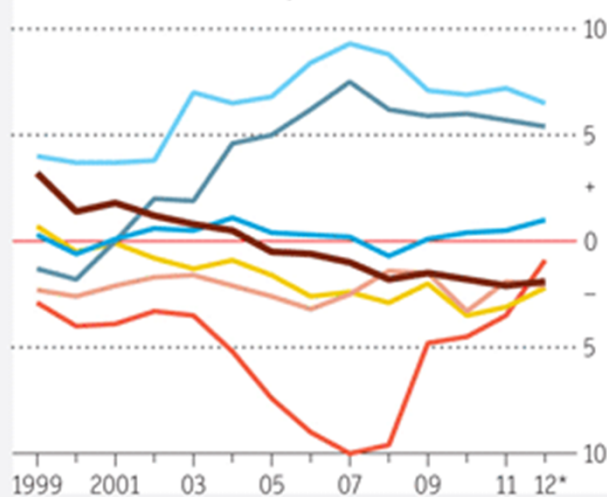
GDP, % change on a year earlier



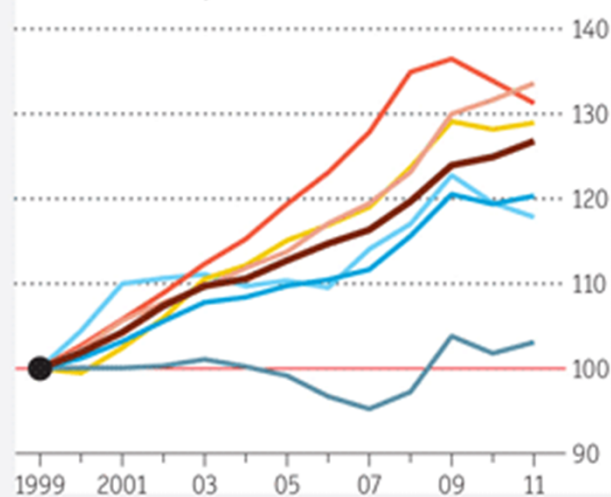
Unemployment rate, %



Current-account balance, % of GDP



Unit labour costs, 1999=100

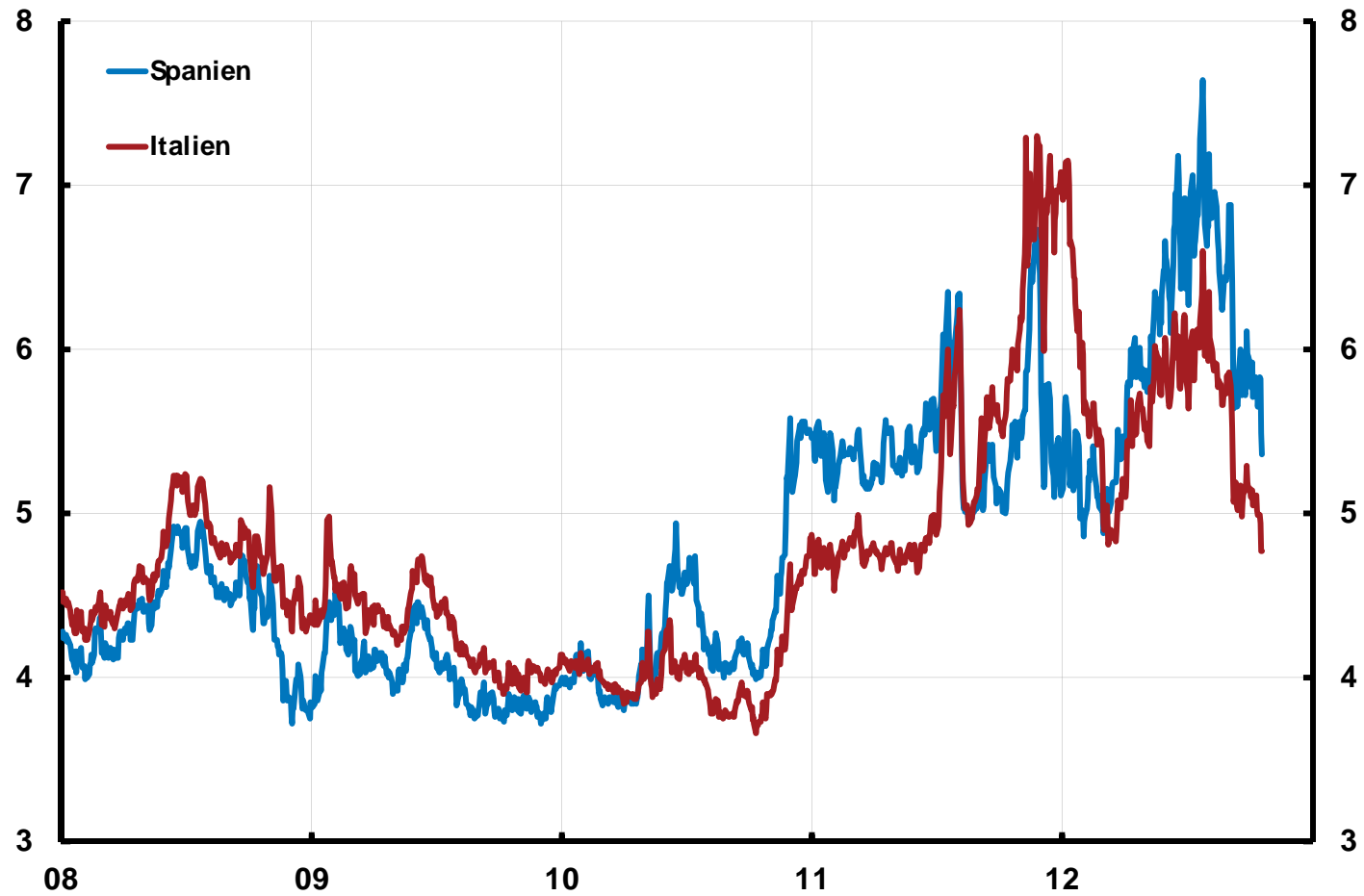


Source: OECD

\*Forecast

# Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



Källa: Reuters EcoWin

**Tioåriga statsobligationsräntor  
(16 november)**

Grekland	17,46
Irland	4,78
Italien	4,88
Portugal	8,82
Spanien	5,90
Belgien	2,26
Frankrike	2,08
Tyskland	1,33
Sverige	1,44

# Problemet med finanspolitiska åtstramningar

- Nödvändigt för att minska budgetunderskotten
- Men efterfrågan, produktion och sysselsättning sjunker
- Därmed sjunker också skatteintäkterna
- Förhållandevis små minskningar av budgetunderskotten

<b>BNP-tillväxt (procent)</b>			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Grekland	-7,1	-6,0	-4,2
Irland	1,4	0,4	1,1
Portugal	-1,7	-3,0	-1,0
Spanien	0,4	-1,4	-1,4
Italien	0,4	-2,3	-0,5
Tyskland	3,0	0,8	0,8
<b>Euroområdet</b>	1,4	-0,4	0,1
Storbritannien	0,9	-0,3	0,9
USA	1,8	2,1	2,3

**Arbetslöshet 2013 prognos  
(procent)**

Grekland	24,0
Irland	14,7
Portugal	16,4
Spanien	26,6
Italien	11,5
Cypern	13,1
Belgien	7,7
Frankrike	10,7
Tyskland	5,6
Euroområdet	11,8
Sverige	7,4



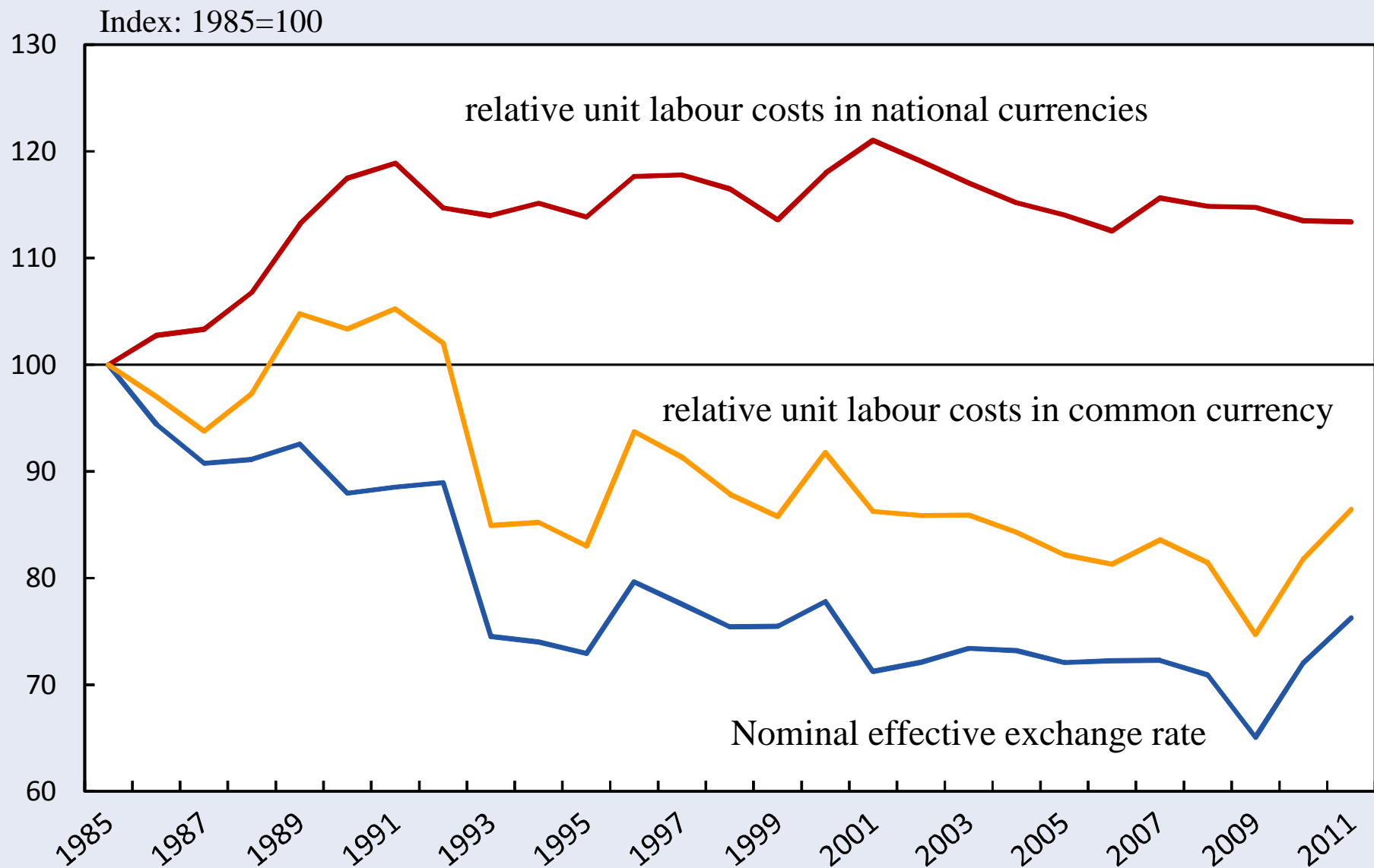
# Tillväxt är ett sätt hantera problemen

- Ökad tillväxt skulle mildra statsskuldproblemen
  - större skatteintäkter
  - lägre skuldkvot för givet finansiellt sparande som andel av BNP i offentlig sektor
- Men högre tillväxt kan inte kommenderas fram
- Strukture reformer (avregleringar) ger effekt först på lång sikt
- På kort sikt bestäms tillväxten av **efterfrågan**
- Krisländerna har inga möjligheter föra mer expansiv finanspolitik
- Mer expansiv finanspolitik i Tyskland skulle ge visst bidrag
- Mer expansiv penningpolitik av ECB skulle också ge visst bidrag
- Men effekterna skulle vara begränsade

# Krisländerna behöver reala deprecieringar

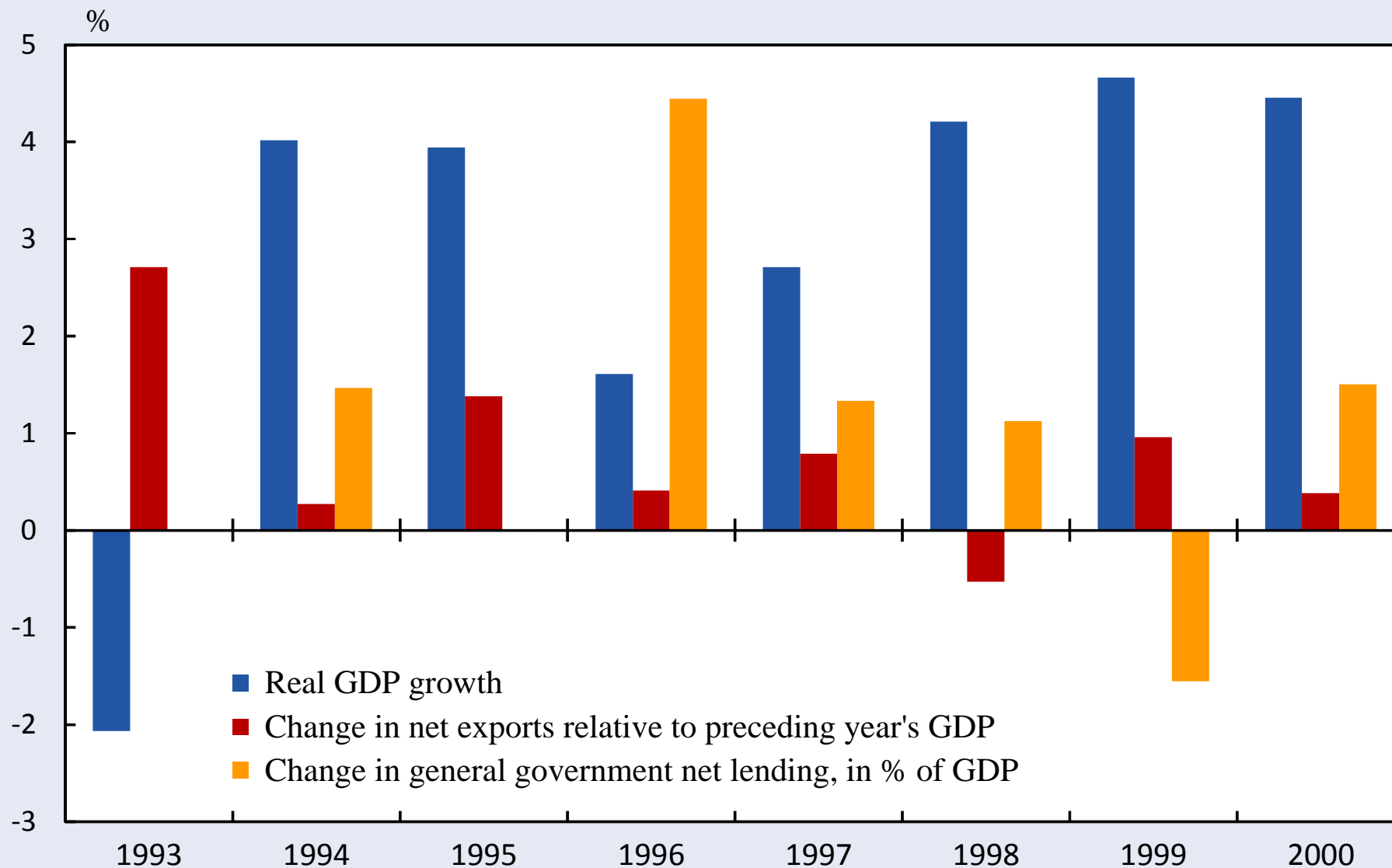
- Sänkning av löner och priser i förhållande till konkurrentländerna (övriga euroländer)
- Stimulans av nettoexporten
- Högre nettoexport kan dra igång tillväxtprocess
- Men svårt åstadkomma real depreciering utan nationell valuta som kan depreciera nominellt
  - lönesänkning i förhållande till andra euroländer
  - produktivitetsökning i förhållande till andra euroländer
  - sänkta arbetsgivaravgifter
- Tidsödande process som bara kan genomföras till priset av hög arbetslöshet
- Men Tyskland kan bidra till reala deprecieringar i krisländerna genom högre pris- och löneökningar

# Nominal exchange rate and relative unit labour costs vis-à-vis EU-15 for Sweden



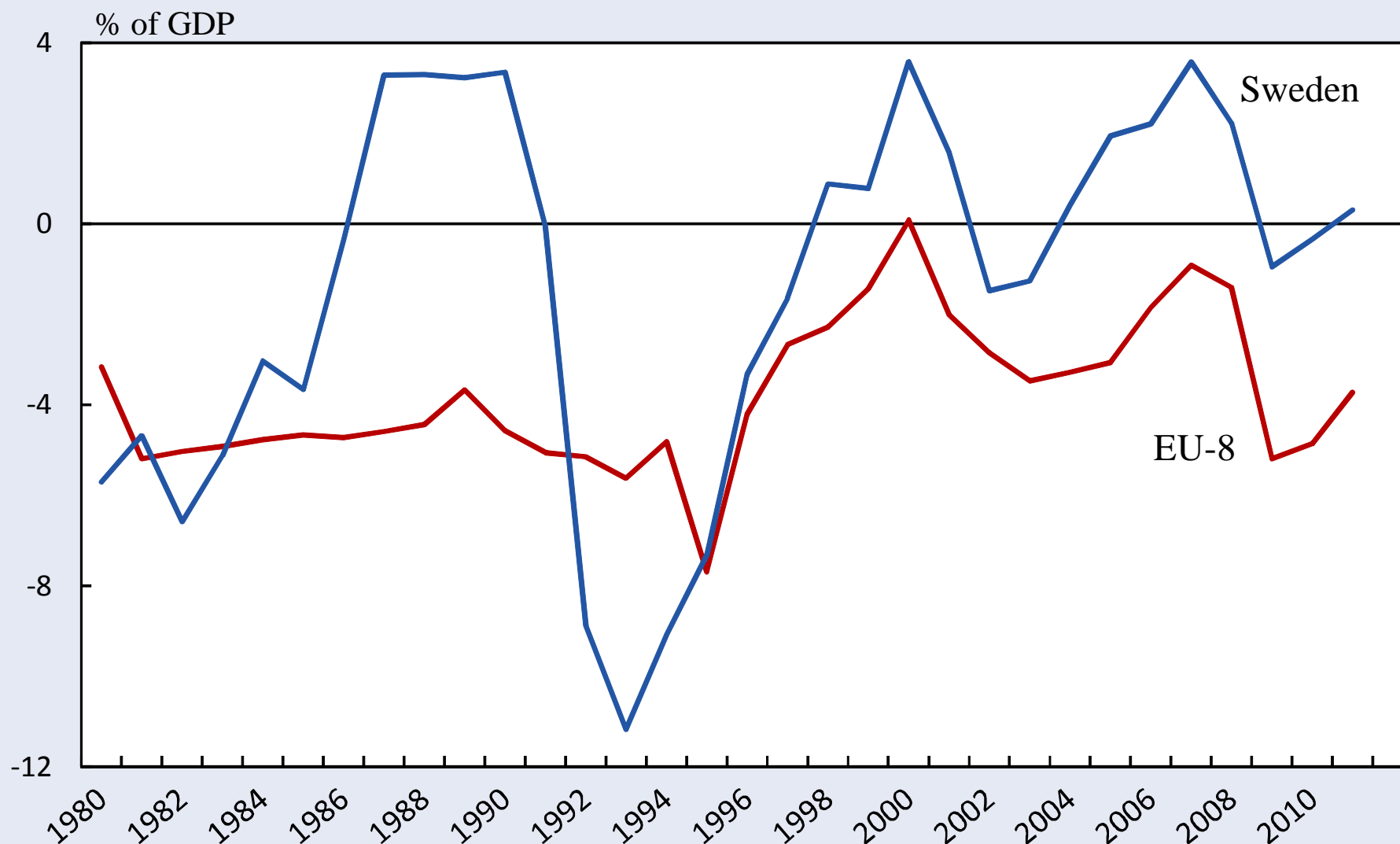
Sources: Ameco and own calculations.

# Fiscal consolidation, GDP growth and change in net exports in Sweden, 1993-2000



Sources: Ameco and own calculations.

# General government net lending in Sweden and the euro area



Note: EU-8 is a weighted average for Austria, Belgium, Finland, France, (West) Germany, Italy, the Netherlands and Portugal.

Sources: OECD Economic Outlook No. 89 (Sweden); and Ameco and own calculations (EU-8).

<b>Bytesbalans (procent av BNP)</b>			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Grekland	-11,7	-8,3	-6,3
Irland	1,1	2,3	3,4
Portugal	-6,6	-3,0	-1,8
Spanien	-3,7	-2,4	-0,5
Italien	-3,3	-1,2	0,4
Cypern	-4,2	-6,3	-3,5
Tyskland	5,6	5,7	5,0
Euroområdet	0,3	1,1	1,5
Sverige	6,5	6,4	6,5

# Skuldnedskrivningar

- Historiskt har skuldnedskrivningar förkortat anpassningen vid statsskuldkriser
  - mindre behov av finanspolitiska åtstramningar
  - hanterar moral-hazard-problemet gentemot långivare
  - förvärrar moral-hazard-problemet för länder
  - balanseras av att konkursande land utestängs från den internationella kapitalmarknaden under lång tid
- Behov ge bankstöd
  - men billigare än att ge stöd till **alla** långivare
  - men nu har staterna tagit över en stor del av de tidigare privata fordringarna
- Incitament för ett land göra skuldnedskrivning om det det primära budgetsaldot är noll
  - skatteintäkterna finansierar alla offentliga utgifter utom statsskuldräntorna

**Primärt finansiellt sparande 2013  
prognos (procent av BNP)**

Grekland	0
Irland	-1,9
Portugal	0,2
Spanien	-2,2
Italien	3,5
Cypern	-1,1



# För- och nackdelar med Grexit

## Fördelar

- Lättare åstadkomma real depreciering om egen valuta återinförs och får falla i värde
- Tillväxtprocess startas

## Nackdelar

- Tekniskt svårt genomföra: bank runs kräver frysta banktillgodohavanden och kapitalkontroller
- Initialt fördjupad nedgång
- Måste kombineras med skuldnedskrivning för offentlig sektor eftersom sektorns utlandslån kvarstår i euro
- Konkurer i privat sektor när värdet av produktionen faller i förhållande till utlandsskulder som är kvar i euro
- Smittoeffekter på andra krisländer
  - högre räntor
  - bank runs

# När kan Grekland välja att överge euron?

- Majoritet för att behålla euron
- Oordnad konkurs om europeiskt stöd uteblir
  - omöjligt få politisk majoritet för att balansera kvarvarande utgifter (exklusive räntor) och skatteintäkter
  - behov av bankstöd
- Finansiering genom sedelpressarna
- Inflationsrisk

# Försök stärka det överstatliga beslutsfattandet inom eurozonen

- Tuffare regler nödvändiga för att hantera de moral-hazard-problem som de akuta stödpaketen kan ge upphov till
- Men samtidigt urholkar stödpaketen trovärdigheten i regeländringarna
  - om stödpaketen utgör fördragsbrott varför ska man då tro att de nya reglerna kommer att efterlevas?
- Lättare få stöd för regeländringar i akut kris
- Men förstår och accepterar väljarna de förändringar som görs?

# Försök stärka det överstatliga beslutsfattandet inom EU

1. Starkare **ekonomiska incitament** för bra ekonomisk politik
2. Gemensamma regler för de **nationella finanspolitiska ramverken**
3. Förflyttning av ekonomisk-politiskt beslutsmyndighet från nationell till **europaisk nivå**
4. **Bankunion**

# Starkare ekonomiska incitament på EU-nivån

- Tidigare och inledningsvis mindre kraftiga sanktioner i stabilitetspakten (*excessive deficit procedure*)
  - depositioner och böter
- Ny *excessive imbalance procedure*
- Omvänd kvalificerad majoritet
- Sannolikt otillräckliga förändringar
  - finansministrarna vill inte straffa sina kollegor
  - *bail-outs* urholkar sanktionsvapnet

# Samordning av nationella ramverk

- Nationella budgetbalansregler
- *Automatic correction mechanisms*
- Oberoende finanspolitiska vakthundar
- Bättre statistik
- Lättare få politisk legitimitet för samordning av ramverk än för överstatliga ekonomisk-politiska beslut

# Förflyttning av beslutsmakt till EU-nivån

- Europeisk termin
  - inspel i den nationella budgetprocessen
- Kommissionsförslag om att den ska granska utkast till nationella budgetar
- Kommissionsförslag om formaliserade procedurer för att utvärdera *adjustment programmes* i de medlemsstater som får finansiellt stöd
- Kontraktsåtaganden gentemot EU-institutioner om olika ekonomisk-politiska reformer (van Rompuy)
- Gemensamt "försäkringssystem" mot asymmetriska störningar
  - automatiska transfereringar
- Gemensamt finansdepartement
  - vetorätt mot nationella budgetar

# Bankunion

- Finansiell tillsyn på EU-nivån
- Gemensam mekanism för rekonstruktion och aveckling av banker?
- Gemensam insättningsgaranti?



# Argument för bankunion

- Nationell finanstillsyn kan vara alltför slapp
  - incitament gynna egna banker
- Nationell tillsyn internaliserar inte kostnaderna för europeiska *bail-outs*
- Argument för att ECB ska svara för den finansiella tillsynen: rollen som *lender of last resort* kräver tillgång till god information
- Samtidigt måste ECBs övervakning bygga på nationell tillsyn
  - viktigt med nationell självrisk
- Men risk med väldig maktkoncentration till ECB
- Om länder som inte har euron ska vara med måste de få inflytande
- Separat *Europeisk finansinspektion*

# Hur kommer den europeiska integrationen att påverkas?

- Det är logiskt att försöka hantera *moral-hazard*-problemen med mer överstatlighet
- Integrationsvänner ser möjlighet utnyttja krisen för att vidareutveckla den europeiska integrationen
- Men osannolikt att det är *politiskt möjligt*
  - opposition i de länder som får stöd
  - men också opposition i de länder som ger stöd

# Två möjliga alternativ

- Det går inte att genomföra planerna på mer överstatlighet
- Omöjlig kombination av stöd och *moral hazard*
- Euron kan inte fortleva
- Planerna på mer överstatlighet genomförs
- Väljarna revolterar när de förstår vad som hänt
- Euron kan inte fortleva

# Alternativ möjlighet

- Utnyttja inte krisen till att driva fram överstatlighet som väljarna inte är redo för
- Fokusera på bättre nationella ekonomisk-politiska ramverk
- Återupprätta *the no-bail-out clause*
- Acceptera skuldnedskrivningar
  - inget skäl varför inte euron ska kunna överleva skuldnedskrivningar
- Ta hand om de bankproblem som uppstår
  - ESM eller gemensam europeisk myndighet för rekonstruktion och avveckling av banker måste kunna ta över fallerande banker och rekapitalisera dem
- Fokusera integrationsförsöken på en bankunion
  - mycket lättare få politisk legitimitet för bankunion än för överstatliga finanspolitiska beslut

# Hur kommer eurokrisen att sluta?

## ”Optimistiskt” scenario

- Massiva stödinsatser från ECB håller nere statsskuldräntorna
- Draghjälp från Tyskland och andra välskötta länder
- Skuldnedskrivningar av privata långgivare, räddningsfonder och ECB accepteras
- Krisländerna tar sig långsamt ur nuvarande situation
  - väljaracceptans för åtstramningarna
- Lång period av stagnation
- Euron överlever i nuvarande form men politiska motsättningar har skapats
- Realistiska steg mot mer överstatlighet

## Pessimistiskt scenario

- Väljarna i krisländerna accepterar inte villkoren för krisstöd
- Väljarrevolt mot kapitalförluster i de länder som ger stöd
- Väljarna accepterar inte mer överstatlighet
- Sammanbrott för euron
  - krisländer lämnar
  - kärna runt Tyskland lämnar
  - bevarad nordeuro?
- Grundskott mot den europeiska integrationen