

Eurokrisen

Lars Calmfors

Folkpartiets ledning

23 oktober 2011

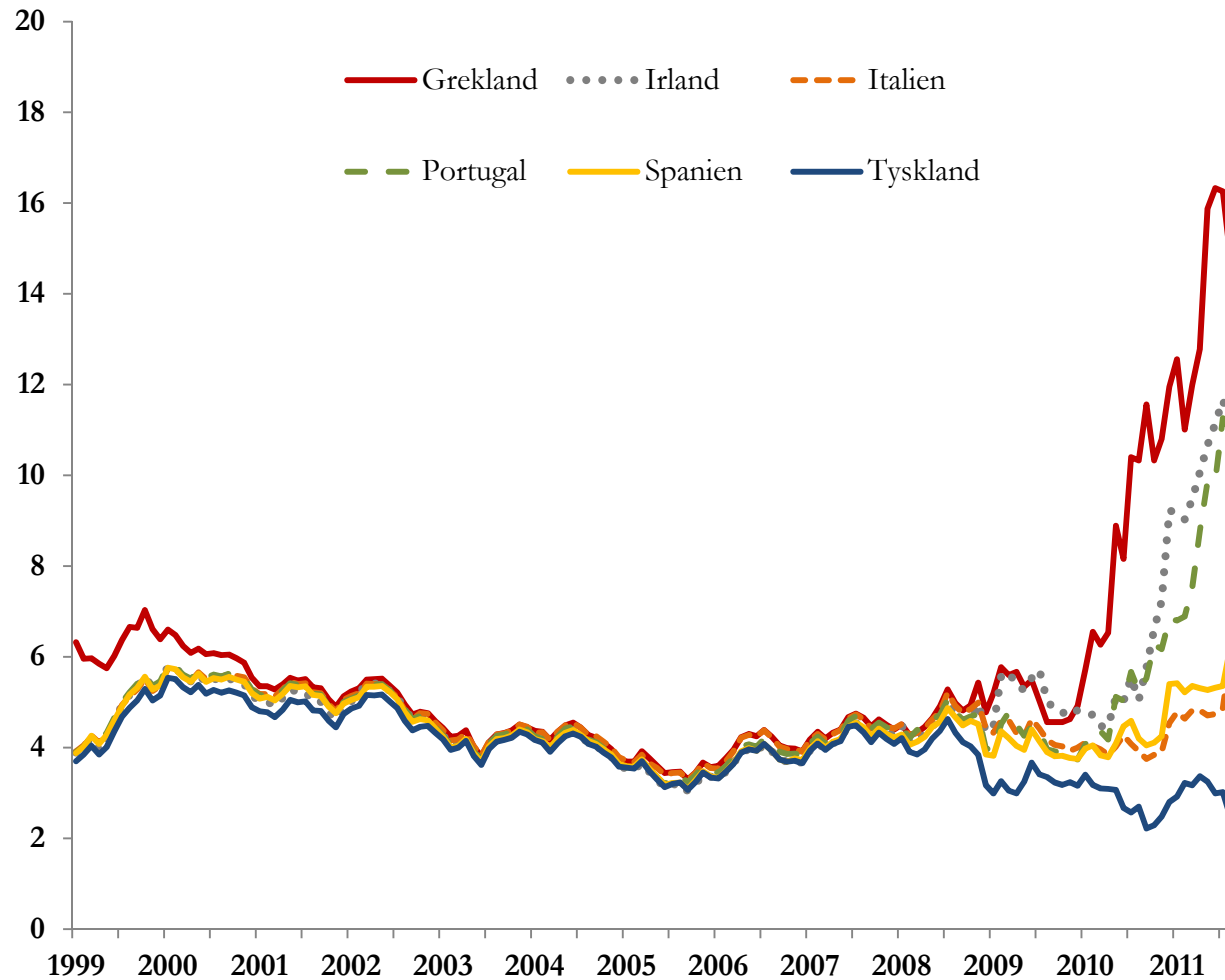
När bör krisländer stödjas?

- Solvens- eller likviditetsproblem?
- **Insolvens:** Framtida primära budgetöverskott räcker inte för att klara räntor och amorteringar
- **Multipla jämvikter vid likviditetsproblem**
 - felaktiga förväntningar kan driva upp statsskuldräntorna och bli **självuppfyllande**
 - stöd är kostnadsfria vid likviditetsproblem

Krisländernas offentliga finanser

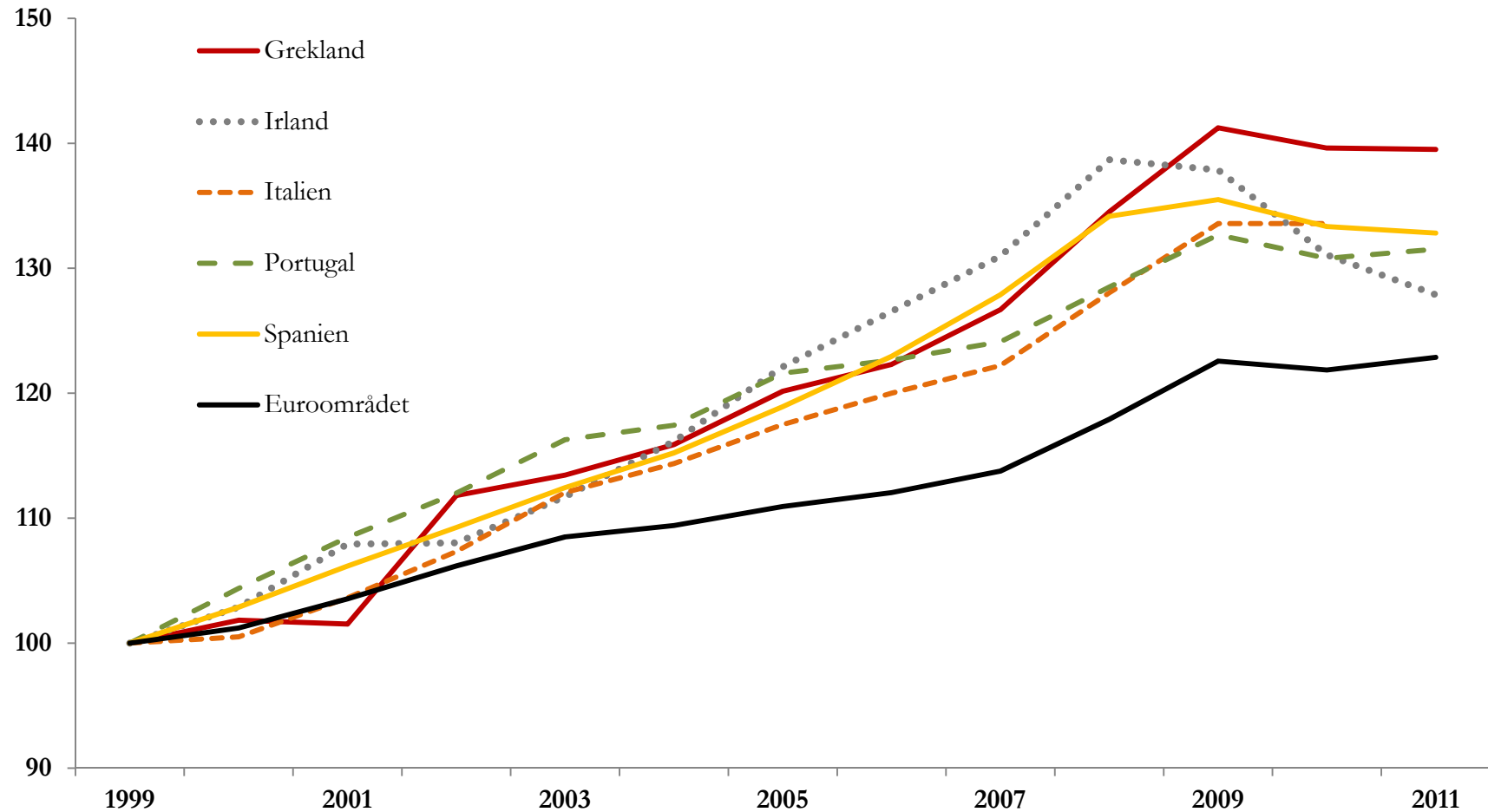
	Finansiellt sparande (procent av BNP)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av BNP)	Konsoliderad bruttoskuld (mdr euro)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av euroområdet totala bruttoskuld)
Grekland	-9,5	157,7	217	2,3
Irland	-10,5	112,0	159	1,7
Italien	-4,0	120,3	1555	16,8
Portugal	-5,9	101,7	167	1,8
Spanien	-6,3	68,1	1061	11,4
Euroområdet	-4,3	87,7	9281	100,0

Figur 1: Ränta på tioåriga statsobligationer



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

Figur 2: 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.

Vilka länder är insolventa?

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

Varför är Grekland insolvent?

Förändring i skuldkvot = Primärt budgetunderskott som andel av BNP + (Ränta – Tillväxttakt) x Skuldkvot

20 procents ränta: $2,8 + (0,20 - (-0,04)) \times 160 = 2,8 + 38,4 = 41,2$

10 procents ränta: $2,8 + (0,10 - (-0,04)) \times 160 = 2,8 + 22,4 = 25,2$

4 procents ränta: $2,8 + (0,04 - (-0,04)) \times 160 = 2,8 + 12,8 = 15,6$

- Extrema krav på budgetkonsolidering
- Men budgetkonsolidering ger lägre tillväxt och får därför liten effekt på skuldkvotens tillväxt

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
 - otillräckliga resurser
- Centralt ta över ägande före rekapitalisering av banker
- **Brandvägg** mot andra krisländer
 - stöd till länderna
 - men var ska gränsen dras?

Hur tillföra mera resurser för stöd?

- Garantiernas konstruktion i EFSF
- EFSFs stödformer
- ECB (Eurosystemet)
- Euroobligationer
- Stöd från IMF och utomstående länder

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

EFSFs stödformer

- Garantier för långivarna
- Täcka viss andel av kapitalförlust
 - leverage
- Balans mellan **moral hazard** och **undvika finansiell kollaps**
- Hur stora garantier behövs?

ECBs (Eurosystemets) roll

- Köp av statsobligationer
 - 150-200 mdr euro nu
- Lån till krisländernas banker mot dåliga säkerheter
 - minst 350 mdr euro
- Krav på ytterligare insatser
 - egen regi
 - lån till EFSF som görs om till bank

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

- En centralbank kan förlora hela sitt eget kapital och operera med negativt eget kapital
 - eget kapital: 800 mdr euro
- Centralbanken kan alltid ”trycka pengar”
 - ensidiga beslut om räntefria lån från allmänheten
- Konsekvenser
 - *hoarding?*
 - inflationsrisker

Demokratiproblem

- Tjänstemän beslutar om skattebetalarnas pengar (med enkel majoritet) om stöd i egen regi
- Låg transparens
- EFSF-beslut om lån i centralbanken kräver enhällighet mellan regeringarna men fortfarande låg transparens
- 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

Stöd från utomstående länder

- IMF
- Bilateral stöd
 - BRIC-länder?
 - Sverige, Norge, Schweiz?
- Till banksystemen
 - alla berörs av ny kris
 - inte stöd till ägarna
 - stora risker för skattebetalarna

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

Grundläggande målkonflikt mellan akut krishantering och långsiktigt regelsystem

- Det skärpta regelverket sätts ur spel
- 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
- 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
- **Gemensamt beslutsfattande** på europeisk nivå om enskilda länders budgetunderskott krävs
- **Men är väljarna redo för det?**
- Det går kanske inte att undvika ny finanskris – inte säkert att man bör försöka göra det till varje pris