

Eurokrisen: för- och nackdelar med olika strategier

Lars Calmfors

Finansdepartementet

7 oktober 2011

Två parallela beslutsprocesser

Förändrat regelsystem

- Europeisk termin
- Skärpt stabilitetspakt
- Skärpta krav på statistik
- Bredare makro-ekonomisk övervakning
- Skarpare tillsyn av finansiella marknader

Akut krishantering

- Grekland I
- ESFM och EFSF
- Irland
- Portugal
- ESM
- Grekland II
- Utvidgat EFSF
- Dessutom har ECB stödköpt statsobligationer och tillhandahållit banklikviditet

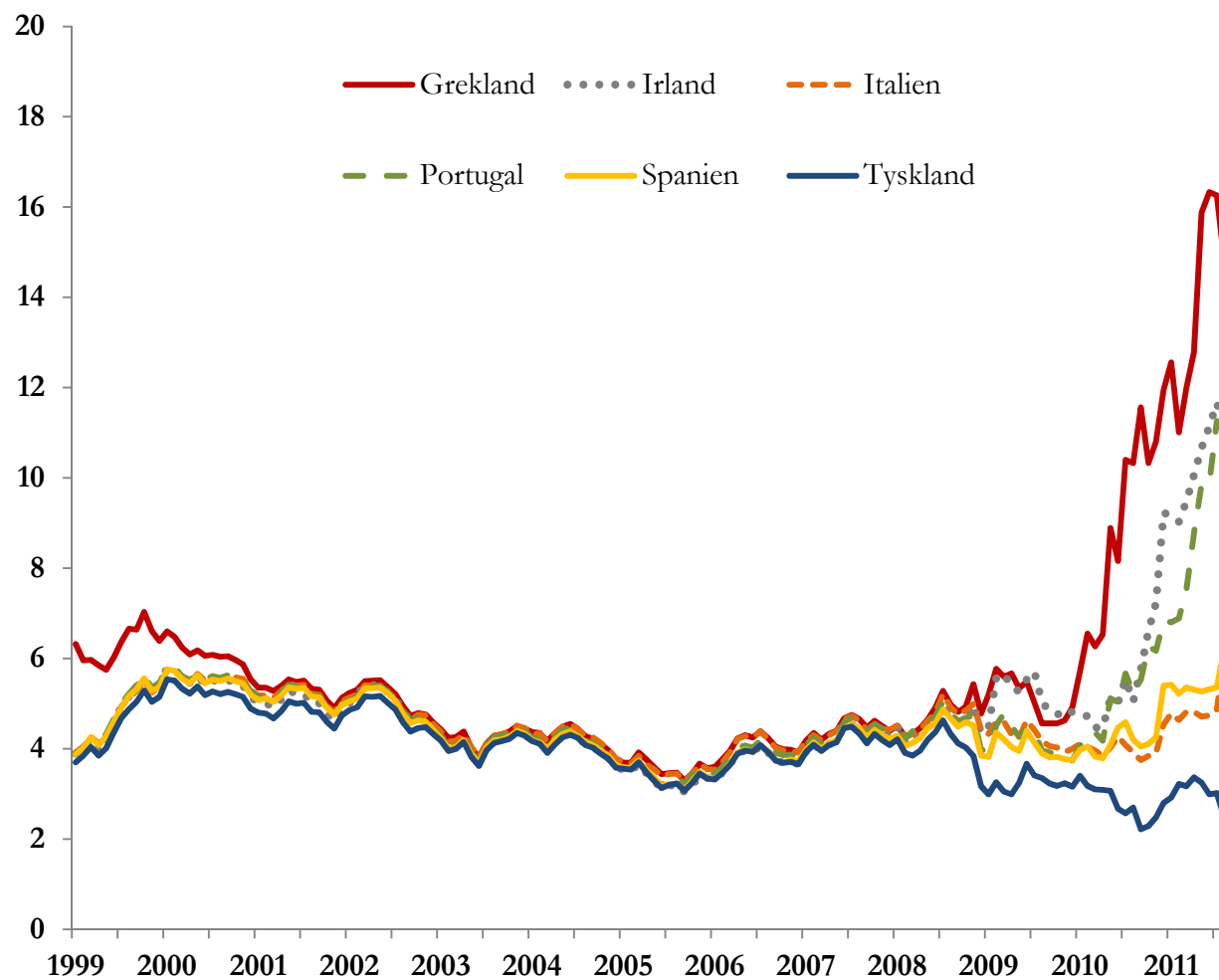
Tabell 1: Krisländernas offentliga finanser

	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	-9,5	-2,8	157,7	217	2,3
Irland	-10,5	-6,8	112,0	159	1,7
Italien	-4,0	0,8	120,3	1555	16,8
Portugal	-5,9	-1,7	101,7	167	1,8
Spanien	-6,3	-4,1	68,1	1061	11,4
Euroområdet	-4,3	-1,3	87,7	9281	100,0

Anm: Den konsoliderade bruttoskulden är den offentliga sektorns totala skuld sedan interna fordringar och skulder i sektorn avräknats mot varandra. Skulden mäts vid slutet av året.

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

Figur 1: Ränta på tioåriga statsobligationer



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

När bör krisländer stödjas?

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

Vilka länder är insolventa?

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

Insolvens kan undvikas genom tillräckligt stora stödinsatser

- Men obegränsade stöd skapar långsiktigt ohållbart system
- **No-bail-out clause** blir **bail-out guarantee**
- Det skärpta regelverket sätts ur spel
 - varför vara rädd för böter man kan låna till och få andra att betala?
- Villkorligheten i stödlånen har ännu inte testats på allvar
- Rädsla för finansiella spridningseffekter kan komma att dominera

Sannolikt att ECBs roll kommer att öka

- Köp av statsobligationer
- Lån till krisländernas banker mot dåliga säkerheter
- Lån till EFSF
 - förslag göra EFSF till bank

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

- En centralbank kan förlora hela sitt eget kapital och operera med negativt eget kapital
- Centralbanken kan alltid ”trycka pengar”
- Men detta skapar inflationsrisk

Demokratiproblem

- Utnämnda tjänstemän beslutar om skattebetalarnas pengar (med enkel majoritet)
- Låg transparens
- EFSF-beslut om lån i centralbanken kräver enhällighet mellan regeringarna men fortfarande låg transparens/demokrati-problem
- Fördragsbrott

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
 - 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 obligationer därutöver
- Ytterligare krav för att emittera blå obligationer
 - krav på strikt finanspolitik
 - rekommendation från **oberoende europeiskt stabilitetsråd**
 - godkännande av samtliga parlament

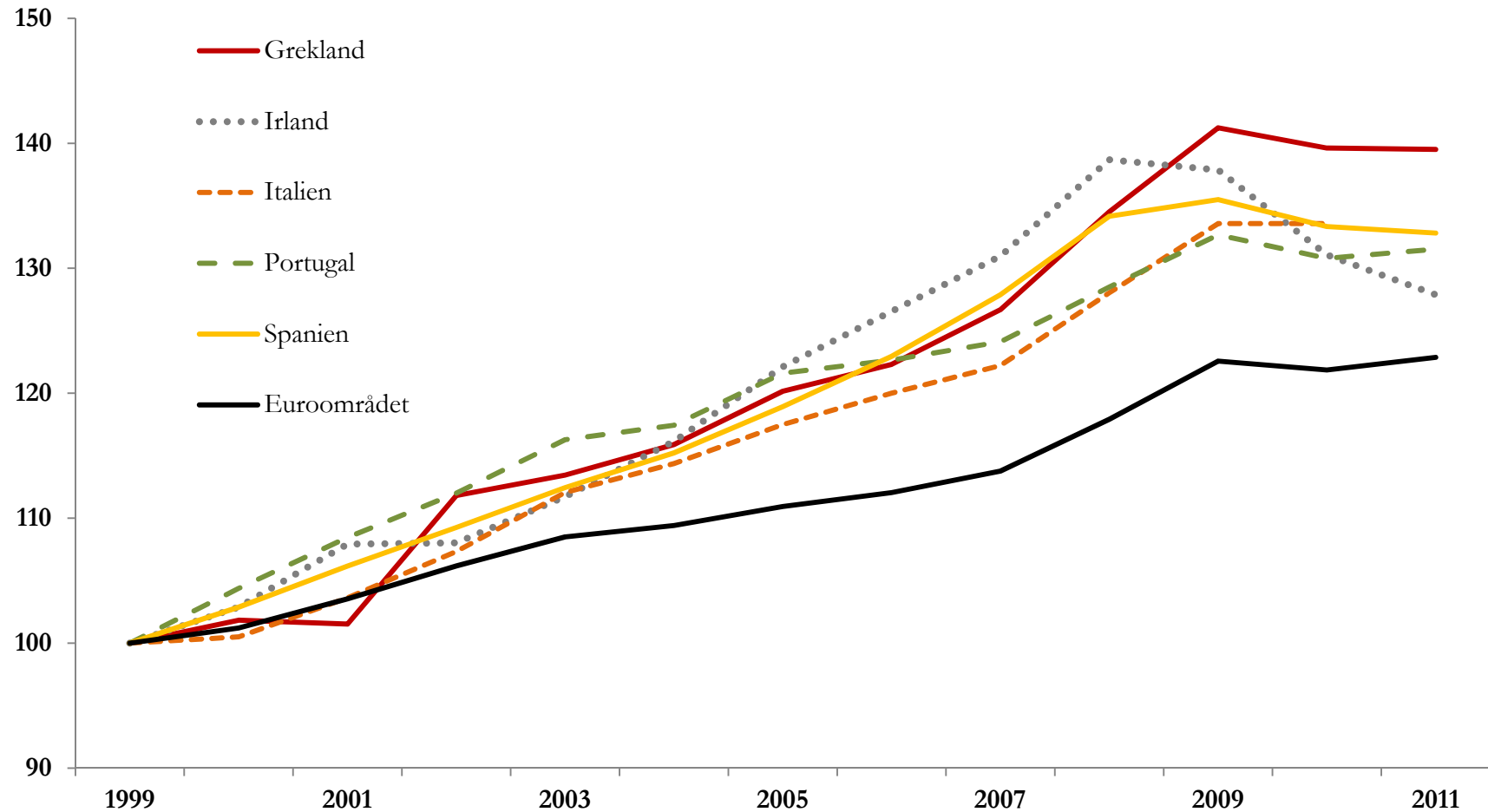
Invändningar

- 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

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 risk för spridningseffekter
 - banker
 - stater
- EFSF måste kunna fungera som **europaisk bankakut**
- **Brandvägg** måste upprättas mot de länder som är solventa
 - men var ska gränsen dras?
 - före Portugal, före Irland eller före Italien?

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.

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
 - risk för inflationsprocess
- Kanske bra för Grekland
- **Men förmodligen ytterst problematiskt för de andra krisländerna**

Tabell 3: Fall i BNP och lönekostnader 2007-2011

	Fall i BNP (procent)	Fall i löne- kostnader (procent)	Fall i kostnad per producerad enhet	Fall i BNP / fall i löne- kostnader	Fall i BNP/fall i kostnad per producerad enhet
Grekland	7,6	1,6	-3,7	4,75	
Irland	11,7	1,6	7,8	7,31	1,5
Italien	5,1	-5,1	-5,2	-	-
Portugal	1,2	-4,5	-2,3	-	-
Spanien	3,9	-5,8	1,0	-	3,9
Estland	15,8	-0,3	3,3	-	4,79
Lettland	21,7	17,7	17,2	1,21	1,26
Litauen	11,1	9,3	9,8	1,19	1,13

Anm: Fallet i BNP avser 2007-2010, medan fallen i kostnaderna avser 2008-2011. Minus i kolumnen för fall i lönekostnader betyder att lönekostnaderna ökat.

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

Slutsatser

- För enkelt klaga på bristande politisk handlingskraft
- Alla lösningar är dåliga
- Grundläggande målkonflikt mellan **kortsiktig krishantering** och **valutaunionens långsiktiga funktion**
 - effektiva krisåtgärder kan sätta långsiktigt regelsystem ur spel
 - fler fördragsbrott urholkar trovärdigheten för alla regler
- Sammanblandning mellan vad som krävs för att undvika akut ny finanskris och trygga eurons fortbestånd
- Grekisk skuldnedskrivning behövs
- Men var dra gränsen mot andra länder
- Förmodligen bra för Grekland att lämna euron
- Men dåligt för andra med grekiskt utträde
- **Den enda säkra slutsatsen: Man får inte försätta sig i sådana situationer som de krisande euroländerna gjort**