

FÖRDJUPNING

Oordnad upplösning av skuldkrisen i euroområdet alltför kostsam

I denna fördjupning beskrivs det euroländerna redan gjort för att hantera skuldkrisen i euroområdet samt riskerna med en oordnad upplösning av densamma. En sådan utveckling skulle kunna kännetecknas av att ett stort euroland skriver ner sin statsskuld, utan förhandlingar och överenskommelser med långivarna. Risker är att detta leder till en finansiell kris med globala förtecken med allvarliga reala effekter på den globala ekonomin. Mot bakgrund av dessa risker gör Konjunkturinstitutet bedömningen att en tillräckligt kraftfull lösning på de akuta finansieringsproblemen i euroområdet sannolikt kommer första halvåret 2012. Lösningen kommer troligen att inbegripa en ökad inblandning från Europeiska centralbankens (ECB) sida.

FINANSIERINGSPROBLEMEN ÄR STORA I EUROOMRÅDET

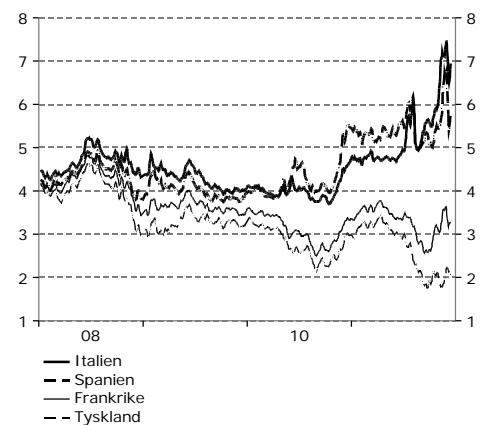
Lånekostnaderna har stigit i många euroländer under hösten (se diagram 40). Detta har försvårat finansieringssituationen för statsfinansiellt svaga länder, i synnerhet för Italien och Spanien. Höga räntor ökar de offentliga underskotten i samband med att nya lån tas, vilket riskerar att leda till en ohållbar skuldutveckling. För att kompensera sig för en högre risk för skuldnedskrivning kräver långivare allt högre räntor. Italien och Spanien genomlider nu en sådan negativ utveckling som riskerar att bli självförstärkande.

Under 2010 och 2011 hamnade Grekland, Irland och Portugal i ett liknande läge där förtroendet på marknaden urholkades och statsobligationsräntorna steg. Räntorna nådde till slut nivåer som gjorde det svårt för dessa länder att klara sina åtaganden. Övriga euroländer och Internationella valutafonden (IMF) har därefter bistått med nödlån. Då stödprogrammen löper ut är förhoppningen att genomförda och planerade finanspolitiska åtgärningar ska ha lett till att marknadsoron bedarrat och att länderna åter kan finansiera sig på kreditmarknaden till hållbara räntenivåer.

Att trovärdigheten för Italiens och Spaniens finanspolitik nu ifrågasätts utgör ett allvarigare hot än problemen i de mindre länderna. Finansieringsbehoven i Italien och Spanien är så stora att varken euroområdet eller IMF har avsatt tillräckligt med kapital för att kunna bevilja tillräckliga nödlån. Att en sådan beredskap saknas förvärrar oron på de finansiella marknaderna.

Diagram 40 Statsobligationsräntor med 10 års löptid i valda euroländer

Procent, dagsvärden, 5-dagars glidande medelvärde



Källa: Reuters.

FÖRHOPNINGAR OM YTTERLIGARE FINANSIERING FRÅN ECB

Den 9 december 2011 slöt euroländernas regeringar en överenskommelse som innebär att de offentliga finanserna i de enskilda euroländerna i framtiden utsätts för en hårdare kontroll från EU. Enligt överenskommelsen kommer länder som driver för stora budgetunderskott att utsättas för automatiska sanktioner.¹¹

Förhoppningar finns om att det politiska innehållet i överenskommelsen ska möjliggöra för ECB att ytterligare bidra till att finansiera Italien och Spanien. I viss utsträckning gör ECB redan detta via köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden. Ett utökat sådant program alternativt omfattande köp av statsobligationer i form av en penningpolitisk operation (en så kallad kvantitativ lättnad) har lanserats som potentiella lösningar på Italiens och Spaniens akuta finansieringsproblem. ECB har hävdat att finansieringsoperationer i den skalan inte är förenliga med centralbankens mandat. Inte heller euroländernas regeringar har en gemensam syn på ECB:s inblandning.

MEDEL TILL KRISFONDER OCH IMF HAR FÖRSTÄRKT

Efter tidigare överenskommelser mellan euroländer finns ett visst kapital tillgängligt för finansiering av euroländers skulder. Delar av detta kapital har redan lånats ut till Portugal, Grekland och Irland. Det har dock lagts fram planer som bygger på att det kvarvarande kapitalet (ca 250 miljarder euro i fonden European Financial Stability Facility, EFSF¹²) ska användas som en grund till en finansieringslösning där mer medel lånas in, företrädesvis från institutionella investerare i tillväxtländer. Alternativt kan grundkapitalet användas för att försäkra nyemitterade statsobligationer. I båda fallen skapas en hävstångseffekt som förhoppningsvis skapar tillräckliga medel för att under en tid finansiera Italien och Spaniens skulder. Hittills har planerna inte resulterat i att EFSF vuxit i någon större utsträckning. En betydande allmän riskaversion på marknaderna samt en oro för kreditvärdigheten hos de euroländer som garanterar faciliteten har sannolikt bidragit till detta.

I juli 2012 kommer en permanent fond, European Stability Mechanism (ESM), att lanseras som 2013 ska ersätta de tillfälliga krisfonderna. Fonden förväntas ha en kapacitet att låna ut 500 miljarder euro.

I december 2011 meddelades också att ett antal EU-länder, via sina nationella centralbanker, kommer att låna ut pengar till

¹¹ Det årliga strukturella budgetunderskottet får inte överstiga 0,5 procent som andel av nominell BNP.

¹² European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) är ytterligare en krisfond som upprättats parallellt med EFSF. EFSM har befogenhet att låna ut 60 miljarder euro till statsfinansiellt svaga länder.

IMF som i sin tur förväntas låna dem vidare till statsfinansiellt svaga länder i euroområdet. Totalt kommer IMF att förfoga över 200 miljarder euro för detta ändamål.

MARKNADENS REAKTION ÄR AVGÖRANDE FÖR UTVECKLINGEN I NÄRTID

Även om EU förstärkt de medel som är tillgängliga för finansiering samt tagit politiska steg mot en större finanspolitisk samordning finns det fortsatt en risk att marknaden inte uppfattar åtgärderna som tillräckligt kraftfulla. Marknadens förtroende är till stor del avhängigt av om ECB väljer att öka sitt finansieringsstöd eller inte samt av om krisfonderna kan växa i tillräcklig omfattning. Om detta råder fortfarande stor osäkerhet.

Om euroländerna misslyckas med att genomföra nödvändiga besparingsåtgärder och ordna med tillräckliga likviditetsstöd kommer finansieringsproblemen för de skuldyngda länderna att bli allt mer akuta. Det kan inte uteslutas att de räntor på nya lån som krävs av utsatta länder blir så höga att länderna i praktiken saknar möjlighet att omsätta sin skuld. Detta kan tvinga fram att ett land ensidigt och under oordnade former, det vill säga utan förhandlingar och överenskommelser med långivarna, skriver ner sin statsskuld.

EFFEKTER AV EN OORDNAD UPPLÖSNING

Det är svårt att överblicka vad oordnade skuldnedskrivningar får för konsekvenser, såväl för de finansiella marknaderna som för de länder som tvingas till ett sådant förfarande.

Konsekvenserna för enskilda långivare samt för det finansiella systemet som helhet beror på många faktorer, till exempel nedskrivningens storlek, dess fördelning mellan olika långivare och dessa långivares förmåga att hantera kreditförluster. De italienska underskotten har till exempel till stor del finansierats av franska banker. Dessa har nu fordringar på Italien motsvarande ca 300 miljarder euro.¹³ En italiensk betalningsinställelse skulle leda till att flera franska banker hamnar på obestånd, vilket sätter press på den franska staten att ta över bankerna. I ett sådant läge kommer Frankrikes finanspolitiska trovärdighet sannolikt att bli starkt ifrågasatt. Höstens ränteuppgång på franska statsobligationer indikerar att de finansiella marknaderna ser detta som en reell risk. Frankrikes offentliga skuld uppgår för närvarande till ca 100 procent av BNP.

Vad beträffar ländernas interna ekonomiska situation beror konsekvenserna av en skuldnedskrivning på kort sikt i hög grad på det primära finansiella sparandet (det vill säga finansiellt sparande exklusive räntekostnader). Anledningen är att en

¹³ Källa: Bank of International Settlements.

skuldnedskrivning sannolikt medför att landet under en tid utestängs från de finansiella marknaderna. Länder med primära överskott klarar att finansiera sina löpande interna åtaganden, såsom löner till offentliganställda och pensionsutbetalningar, med skatteintäkter. Är det primära finansiella sparandet negativt riskerar staten att tvingas ställa in betalningar på delar av sina inhemska utgifter. I en sådan situation kan staten finna det fördelaktigt att lämna euron och etablera en nationell valuta med tillhörande centralbank som kan förse staten med betalningsmedel i den nya valutan. På detta sätt kunde staten uppfylla sina åtaganden i den nya egna valutan. Men även om det primära saldot är positivt kan det finnas starka skäl att överge euron och återupprätta en nationell valuta. Anledningen är att en övergång till en nationell valuta medger att denna sjunker i värde relativt euron, vilket förstärker konkurrenskraften i förhållande till övriga euroländer. Såväl Italien och Spanien som Grekland och Portugal har under lång tid haft höga kostnadsökningar som lett till de bytesbalansunderskott som byggts upp sedan början av 2000-talet. Att förstärka konkurrenskraften genom en depreciering kan utgöra ett första steg mot att minska bytesbalansunderskotten och öka tillväxten.

Att ett land skriver ner statsskulden och lämnar euron kan medföra att staten klarar sina interna utgifter och att konkurrenskraften stärks, men det har omedelbara och potentiellt stora negativa konsekvenser för andra delar av den inhemska ekonomin samt för aktörer i andra länder. Övergång till nationell valuta och återföljande depreciering medför att den privata sektorns skulder i euro ökar räknat i den nya nationella valutan. Detta kan utlösa konkurser i företags- och hushållssektorn på de skulder som upptagits i euro. Banker och andra långivare i övriga euroområdet sätts därmed under ytterligare press genom att de drabbas av kreditförluster även från den privata sektorn.

Den reaktionskedja som beskrivits ovan bidrar till att finansieryskrisen blir ohanterlig i stora delar av euroområdet. Systemviktiga banker kommer att tvingas ställa in betalningarna. Ohanterliga kreditförluster uppstår då sannolikt bland finansiella institutioner i andra områden i världen. En total kreditkollaps i det globala finansiella systemet hotar då världsekonomin. I ett sådant scenario går det inte att utesluta en global depression som varar i årtal.

NEGATIVA EFFEKTER TALAR FÖR ATT NÖDVÄNDIGA ÅTGÄRDER VIDTAS

Mot bakgrund av vad som riskeras vid en oordnad skuldnedskrivning gör Konjunkturinstitutet bedömningen att nödvändiga besparingsåtgärder genomförs och att ytterligare likviditetsstöd ordnas fram om akut behov uppstår. Därmed skulle marknadens förtroende återvända och krisen bedarra. En sådan upplösning

kommer troligen att inbegripa en ökad inblandning från ECB:s sida. Kräver detta en större finanspolitiska samordning inom euroområdet, än vad överenskommelsen i december 2011 indikerade att euroländerna var villiga till, så kommer beslutsfattarna att enas om detta. Riskerna med detta scenario är dock stora och bedömningar av politiska processer och beslutsfattares förmåga att komma överens är svåra att göra och avviker i hög grad från den typen av ekonomisk analys som Konjunkturinstitutet normalt ägnar sig åt.