

Lars Calmfors\*

## Hur kan eurokrisen hanteras? För- och nackdelar med olika strategier

### Sammanfattning

Artikeln diskuterar hur hanteringen av statsskuldskriserna i euroområdet kan påverka det framtida ekonomisk-politiska regelverket i EU. Det finns en stor risk att den akuta krishanteringen urholkar respekten för de regler som håller på att införas, därför att man glider in i ett system med obegränsade lån till krisländer. Kraven på insatser från ECB som inte är förenliga med EU-fördraget kan komma att öka. En rejäl grekisk skuldnedskrivning är förmodligen oundviklig. Ska den ske i ordnade former måste den europeiska räddningsfonden kunna fungera som en bankakut och ta över och rekapitalisera banker. Det kräver större resurser än idag. Det skulle kunna vara bra för Grekland att överge euron, men det skulle förvärra problemen för övriga krisländer.

### Inledning

Statsskuldskriserna i euroområdet har satt igång två parallella beslutsprocesser i EU. Den ena syftar till att förändra det europeiska ekonomisk-politiska regelssystemet så att liknande kriser kan undvikas i framtiden. Den andra – och mer kaotiska – processen gäller hur de akuta kriserna ska hanteras.

De europeiska politikerna har – liksom många ekonomer – velat fokusera på reformerna av regelssystemet, eftersom sådana förändringar ofta är mindre kontroversiella än konkreta ekonomisk-politiska åtgärder. Ett antal reformer har också beslutats eller håller på att beslutas. Dessa inkluderar en så kallad europeisk termin (en gemensam budgetkalender för att åstadkomma bättre samordning mellan finanspolitiska beslut på nationell och europeisk nivå), skärpta regler i stabilitetspakten som innebär att beslut om sanktioner ska tas snabbare och lättare samt att större vikt fästs vid ländernas skuldsituation, bredare makroekonomisk övervakning och skarpare tillsyn av de finansiella marknaderna.

De akuta statsskuldskriserna har emellertid också tvingat fram en serie snabbt improviserade beslut för att hantera

dessa. Dessa beslut kan få långtgående konsekvenser för tillämpningen av det framtida regelssystemet och därmed för hur detta de facto kommer att fungera.

Denna artikel fokuserar på den akuta krishanteringen. En huvudfråga är just hur krishanteringen kan antas påverka det framtida regelssystemet. Artikeln analyserar för- och nackdelar med olika strategier.

### Krishanteringen hittills

Under 2010-2011 har snabbt växande statsskulder i Grekland, Irland och Portugal lett till dramatiska ökningarna av statsskuldräntorna i dessa länder (se Tabell 1 respektive Figur 1). Räntorna har stigit också i Spanien och Italien. Samtliga dessa länder riskerar att hamna i en ohållbar skulddynamik, där finansmarknadernas tvivel på ländernas betalningsförmåga driver upp räntorna, vilket får statsskulden att växa ännu fortare, vilket i sin tur ökar tvivlen på marknaderna ytterligare med ännu högre räntor som följd och så vidare.

Utvecklingen har lett till att övriga euroländer (och IMF) beviljat krislån till tre länder (se Tabell 2). I maj 2010 beslutades ett första stödpaket till Grekland i form av bilaterala lån. Strax därefter upprättades två

\* Lars Calmfors är professor i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Artikeln är en vidareutveckling av Calmfors (2011). Jag är tacksam för synpunkter från Harry Flam, Erik Höglén och Assar Lindbeck samt för både synpunkter och hjälp med underlagsmaterial från Henrik Sikström.

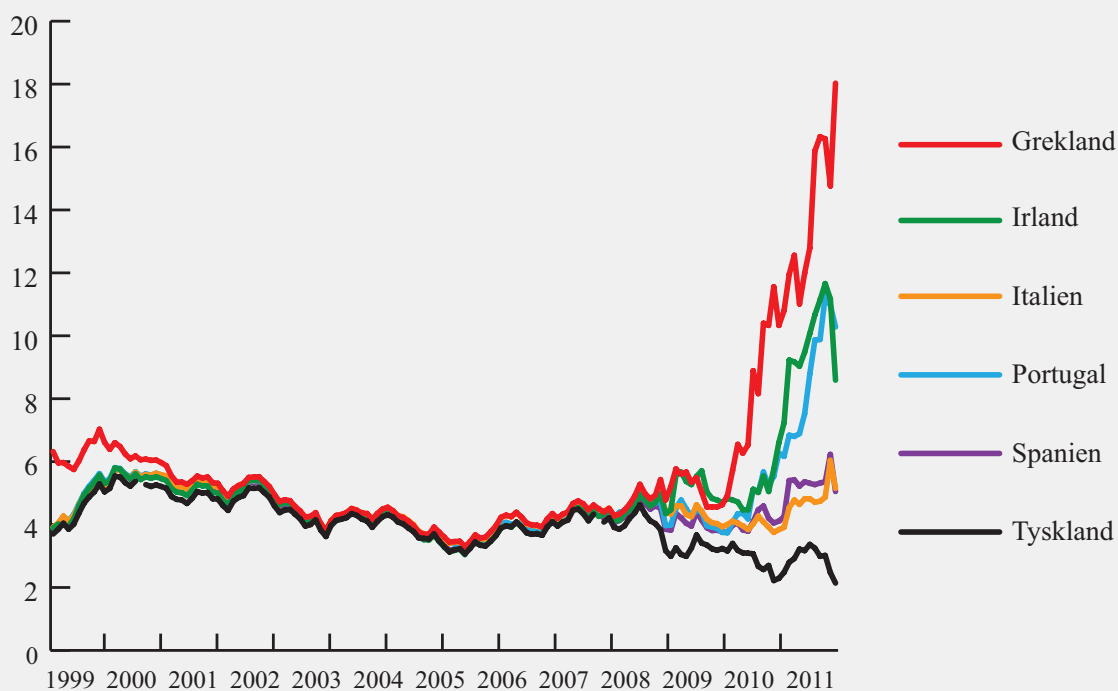
**TABELL 1 KRISLÄNDERNAS OFFENTLIGA FINANSER**

Land	Finansiellt sparande (procent av BNP)		Primärt finansiellt sparande (procent av BNP)		Konsoliderad bruttoskuld (procent av BNP)		Konsoliderad bruttoskuld (mdr euro)	Konsoliderad bruttoskuld (procent av euroområ- dets totala bruttoskuld)
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2011	
Grekland	-10,5	-9,5	-4,9	-2,8	142,8	157,7	217	2,3
Irland	-32,4	-10,5	-29,2	-6,8	96,2	112,0	159	1,7
Italien	-4,6	-4,0	-0,1	0,8	119,0	120,3	1555	16,8
Portugal	-9,1	-5,9	-6,1	-1,7	93,0	101,7	167	1,8
Spanien	-9,2	-6,3	-7,3	-4,1	60,1	68,1	1061	11,4
Euroområdet	-6,0	-4,3	-3,2	-1,3	85,4	87,7	9281	100,0

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

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 det angivna året.

**FIGUR 1 RÄNTA PÅ TIOÅRIGA STATSOBLIGATIONER**



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

<b>TABELL 2 STÖDPAKETEN TILL KRISLÄNDERNA OCH EU:s RÄDDNINGSFONDER (MDR EURO)</b>			
<b>A.</b>	<b>STÖDPAKETEN</b>		
<b>1.</b>	<b>Första stödpaketet till Grekland (maj 2010)</b>		
	Bilaterala lån från övriga euroländer	80	
	Lån från IMF	30	
	<b>Totalt</b>	<b>110</b>	
<b>2.</b>	<b>Stödpaketet till Irland (november 2010)</b>		
	Lån från EFSF	22,5	
	Lån från EFSM	22,5	
	Lån från IMF	22,5	
	Bilaterala lån från Danmark, Sverige och Storbritannien	4,8	
	<b>Totalt</b>	<b>72,3</b>	
<b>3.</b>	<b>Stödpaketet till Portugal (april 2011)</b>		
	Lån från EFSF	26	
	Lån från EFSM	26	
	Lån från IMF	26	
	<b>Totalt</b>	<b>78</b>	
<b>4.</b>	<b>Andra stödpaketet till Grekland</b>		
	Lån från EFSF	73	
	Lån från IMF	36	
	<b>Totalt</b>	<b>109</b>	
<b>B.</b>	<b>EUs räddningsfonder</b>	<b>volym</b>	<b>utlåningskapacitet</b>
	EFSM	60	60
	EFSF (nu)	440	220-250
	EFSF (efter utvidgning)	780	440
	ESM (från 2013)	700	500

Källor: EFSF (2011a,b), Eurogroup (2011), Europeiska unionens råd (2011) och Ds 2011:25.

Anm: EFSF har högsta kreditbetyg (AAA, Aaa) hos de tre ledande kreditvärderingsinstituterna. För att få högsta kreditbetyg måste EFSF göra vissa finansiella dispositioner (kontantreserver) som säkrar dess kapacitet att fullgöra sina betalningar. Skälet är att endast sex av euroländerna har högsta kreditbetyg. Garantierna från de övriga euroländerna, som har lägre kreditbetyg, kunde inte ligga till grund för högsta kreditvärdering för EFSF. Av detta skäl understiger EFSFs lånekapacitet dess totala volym. Eftersom beslutet om ESM fattades före beslutet om EFSFs utvidgning är det troligt att också ESM kommer att tillföras mer resurser.

institutioner med uppdrag att hantera vidare stödlån: den Europeiska Finansiella Stabiliseringsmekanismen (EFSM) och den Europeiska Finansiella Stabiliseringsfaciliteten (EFSF). Båda institutionerna finansieras genom upplåning på finansmarknaderna: upplåningen garanteras av EU-kommissionen (med EU-budgeten som säkerhet) i EFSM:s fall och gemensamt av

samtliga euroländer (i praktiken de länder som har högst kreditvärdering) i EFSF:s fall.<sup>1</sup>

I november 2010 beslutades om stödlån till Irland och i maj 2011 om sådana lån till Portugal. I juli 2011 togs beslut om ett andra stödpaket till Grekland. I samband därmed kom euroländerna också överens

<sup>1</sup> Se Tabell 2.

om utöka både EFSF:s lånekapacitet och dess uppgifter: faciliteten ska kunna agera förebyggande med lån också till euroländer som inte behöver akut stöd, finansiera rekapitalisering av banker och andra finansinstitut genom lån till länder som inte omfattas av något stödprogram och köpa upp obligationer på andrahandsmarknaden. Dessa förändringar kommer att vinna laga kraft när de ratificerats av alla euroländer.

Det politiska intresset har i hög grad koncentrerats till räddningsfonden EFSF. Men Europeiska centralbankens, ECB:s, agerande har snarast varit ännu viktigare. Krisländernas statskuldräntor har hållits nere genom att eurosystelet stödköpt dessas statsobligationer.<sup>2</sup> Dessutom har eurosystelet tillhandahållit likviditet till krisländernas banker mot säkerheter i form av statsobligationer och andra värdepapper från dessa länder.<sup>3</sup>

Huvudskälet till att bankerna i krisländerna behövt likviditet från eurosystelet är att deras möjligheter att låna på den internationella kreditmarknaden har minskat och att inhemska aktörer flyttat tillgångar till banker i Tyskland och andra länder. Samtidigt har detta möjliggjort för ECB att *sterilisera* utlåningen till krisländerna, det vill säga att minska utlåningen till banker i främst Tyskland i ungefär samma omfattning som den ökat till banker i Grekland och andra krisländer. Därmed undviker man att operationerna ökar den totala mängden centralbankspengar i euroområdet med de inflationsrisker det skulle medföra.<sup>4</sup>

### Argumenten för och emot stödinsatser

Det främsta argumentet för stöd till krisländerna är möjligheten av så kallade *multipla jämvikter*. Även om en stat egentligen är solvent – i betydelsen att

den under normala förhållanden kommer att klara av att betala räntor och amorteringar genom framtida primära budgetöverskott (skatteintäkter som överstiger de offentliga utgifterna exklusive räntebetalningar) – finns risken att finansmarknaderna av någon anledning börja tvivla på detta och att staten därför på kort sikt får svårt att låna (ett *likviditetsproblem*). Följden blir då att statskuldräntorna drivs upp, vilket kan leda just till att staten blir insolvent. De (egentligen omotiverade) förväntningarna blir då självuppfyllande. I ett sådant läge kan stöd brygga över den tillfälliga likviditetskrisen och få statskuldräntorna att sjunka igen. Därmed realiserar aldrig den dåliga jämvikten med insolvens utan vi får i stället en bra jämvikt där staten förblir solvent. I så fall innebär stödet inte heller några kostnader för de länder som ger det.<sup>5</sup>

I praktiken är det emellertid oerhört svårt att avgöra om en stat med betalningsproblem har tillfälliga likviditetsproblem eller är i grunden insolvent. I den rådande situationen gäller dessa svårigheter helt klart Irland och Portugal, och kanske också Italien, medan det förefaller klarare att Grekland är insolvent och att Spanien inte är det.<sup>6</sup>

Även om Grekland och ett eller flera av de andra krisländerna verkligen är insolventa, är det fullt möjligt för övriga euroländer att genom tillräckligt stora stödinsatser undvika betalningsinställelser. Men man undviker då en akut kris genom att *de facto* etablera ett system som inte är långsiktigt hållbart.

Om stödinsatserna successivt utökas för *alla* de krisande EU-länderna, riskerar man att gradvis glida in i ett system som i praktiken innebär en *garanti* för obegränsat stöd. Därmed sätts EU-fördragets förbud

<sup>2</sup> Eurosystelet omfattar både ECB och de nationella centralbankerna i euroländerna. De senare agerar inte självständigt utan enligt de instruktioner som ECB ger.

<sup>3</sup> Detta har särskilt diskuterats av Sinn (2011) och Sinn och Wollmerhäuser (2011). Se också Buiters med flera (2011) och Whelan (2011).

<sup>4</sup> Med centralbankspengar (den monetära basen) avses centralbankens skulder, vilka består av inlåning från banker och utestående sedlar och mynt. Den totala penningmängden utgör en multipel av centralbankspengarna, eftersom dessa utgör grunden för den kreditexpansion som sker i banksystelet genom ut- respektive inlåning.

<sup>5</sup> Se till exempel de Grauwe (2011) och Flodén (2011).

<sup>6</sup> Tabell 1 visar att Greklands skuldkvot (skuld i relation till BNP) är avsevärt större än övriga krisländers, samtidigt som landet fortfarande brottas med stora budgetunderskott. Italien har den näst högsta skuldkvoten men ett förhållandevis litet budgetunderskott. Spanien har den lägsta skuldkvoten (mindre än hälften av Greklands) och har också minskat sitt budgetunderskott.

för andra medlemsstater och för EU-institutioner (som ECB) att ta över betalningsansvaret för en enskild medlemsstats skulder ur spel. Den så kallade *no-bail-out clause* förvandlas till en *bail-out guarantee*.<sup>7</sup>

En sådan garanti om stöd vid statsskuldskriser äventyrar hela det skärpta regelverk för att undvika framtida kriser som nu håller på att införas. Incitamenten för att upprätthålla finanspolitisk disciplin urholkas för det enskilda landet. Likaså urholkas drivkrafterna för långivarna att vara försiktiga med sin utlåning till länder som inte för en ansvarsfull finanspolitik. Därmed försvagas incitamenten för finanspolitisk disciplin ytterligare. Varför ska en stat vara rädd för de böter som lättare ska kunna utdömas inom ramen för stabilitetspakten i framtiden om man ändå kan låna till böterna och i slutändan få andra länder att stå för kostnaderna också för dessa lån?

De hårda *villkor* om finanspolitiska åtstramningar som är förknippade med stöden från EUs räddningsfond syftar till att motverka de ovan beskrivna *moral-hazard*-problemen (riskerna för oansvarigt beteende). Villkorligheten har emellertid en sådan effekt bara om man i slutändan verkligen står fast vid villkoren. Detta har ännu inte prövats. Det är fullt möjligt att fortsatta stöd kommer att ges – visserligen under protest och efter stor tvekan men ändå – även om krisländerna inte uppfyller villkoren. Skälet är rädslan för de finansiella spridningseffekter som annars kan uppkomma.

Debatten i Tyskland, Nederländerna och Finland visar visserligen på ett stort motstånd mot stödet till Grekland. Det kan vid någon tidpunkt innebära stopp för ytterligare stöd via EFSF i dess nuvarande konstruktion. En tänkbar utveckling i ett sådant läge är att ECB tar över ansvaret för nya stödinsatser genom ännu större köp av krisländernas obligationer och

ytterligare lån mot dåliga säkerheter till dessa länders banker och andra finansinstitut.

En rad debattörer har förordat en sådan utökad roll för ECB.<sup>8</sup> Ett huvudargument är att centralbanken har obegränsade resurser, eftersom den alltid kan ”trycka pengar”. Det finns inget som hindrar att en centralbank genom kapitalförluster kan förlora hela sitt eget kapital, eller rentav få ett negativt sådant, eftersom centralbanken genom att tillhandahålla betalningsmedel i ekonomin egenmäktigt kan ta upp räntefria lån från företag och hushåll. Problemet med att finansiera stora kapitalförluster den vägen är förstås att ett vidlyftigt tillskapande av betalningsmedel på sikt kan skapa inflation.

Om stöd från Europeiska centralbanken skulle leda till kapitalförluster för eurosystelet, innebär det i slutändan en transferering av resurser till krisländerna från övriga euroländer. Stöd från EFSF kräver enhällighet bland alla euroländers regeringar. ECB:s beslut kräver däremot endast enkel majoritet i ECB-rådet, vilket består av tjänstemän (som visserligen är politiskt tillsatta men som det inte går att utkräva politiskt ansvar av). Det gör det lätt att fatta snabba beslut i en kris, men det innebär också att ECB-beslut om storskaliga stödinsatser kan ifrågasättas från demokratisk synpunkt. Det är också ett demokratiskt problem att det är svårare för väljarna (skattebetalarna) i de länder som i slutändan får stå för stöden att bedöma vilka åtaganden dessa innebär om de går via ECB.

En från demokratisynpunkt mer aptitlig strategi är att ESFS förvandlas till en ”bank” som ges rätt att låna i ECB, eftersom upplåningsbesluten då skulle fattas gemensamt av euroländernas regeringar. Denna idé har blivit alltmer populär under senare tid.<sup>9</sup> Men även den innebär förstås ett ökat risktagande för skattebetalarna

<sup>7</sup> Enligt artikel 125 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt får inte unionen ”ansvara för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligt rättsliga organ eller offentliga företag i en medlemsstat”. En medlemsstat får inte ”ansvara för eller åta sig förpliktelser som har ingåtts av centrala, regionala, lokala eller andra myndigheter, andra offentligt rättsliga organ eller offentliga företag i en annan medlemsstat”. Man kan mycket formalistiskt – som EU-kommissionen – hävda att stödlånen inte är en *bail-out* därför att lånen förutsätts betalas tillbaka fullt ut. Men i praktiken betyder stödlånen att övriga euroländer tar över betalningsansvaret för krisländernas lån när de inte klarar av att betala räntor och amorteringar på dem. Detta förefaller också vara den tolkning Christine Lagarde, då fransk finansminister, gjorde i en intervju i Wall Street Journal i december 2010 när hon medgav att ”we violated all the rules because we wanted to close ranks and really rescue the euro zone” (Carney och Jolis 2010).

<sup>8</sup> Se till exempel de Grauwe (2011) och Flodén (2011).

<sup>9</sup> Ett uppmärksammat förslag har lanserats av Gros och Mayer (2011).

i de euroländer som inte tar emot krisstöd. Det är också ett demokratiproblem om EFSF:s stödlån till krisländerna kan utökas genom upplåning i ECB som inte kräver parlamentsbeslut. Dessutom skulle förmodligen sådana lån från ECB:s sida utgöra ett (ytterligare) fördragsbrott.<sup>10</sup>

### Euroobligationer

Ett på senare tid omdiskuterat förslag för att lösa eurokrisen är utgivning av så kallade euroobligationer. Diskussionen försvåras av att olika debattörer använder begreppet i olika betydelser.<sup>11</sup> Den oftast förekommande innebörden är att euroländerna borde gå över till ett system där man gemensamt, också under normala förhållanden, skulle garantera varje enskilt lands statsupplåning. Därmed skulle det inte vara mer riskfyllt för långgivare att låna ut till Grekland än till Tyskland. Följden skulle bli en utjämning av statsskuldräntorna mellan alla euroländer, vilket radikalt skulle minska statsskuldproblemen i krisländerna.

I princip är ett system där länder med statsskuldproblem ges obegränsat stöd, antingen genom den europeiska räddningsfonden eller ECB, ekvivalent med gemensamt garanterade euroobligationer i betydelsen ovan.<sup>12</sup> Euroobligationer kan snarast ses som en formalisering av ett sådant system genom att den enskilda statens upplåning, redan när den görs, formellt garanteras av samtliga euroländer. Detta skulle utgöra en mycket långtgående integration, mer långtgående än den mellan amerikanska delstater, som var och en lånar på egen hand.

Med gemensam statsupplåning för euroområdet skulle – givet att det finanspolitiska beslutsfattandet förblir nationellt – drivkrafterna för finanspolitisk disciplin

försvagas i *alla* euroländer. Orsaken är att ökad statsupplåning i ett enskilt land kommer att ha en liten effekt på den gemensamma statsskuldräntan. Det är fråga om en så kallad *externalitet*: det enskilda landet har inte anledning att fullt ut beakta ränteeffekten av om det ökar sin statsupplåning, eftersom huvuddelen av effekten faller på övriga euroländer som också de kommer att möta en högre ränta.

Euroobligationer utgör ett ännu tydligare hot mot de skärpta finanspolitiska reglernas effektivitet än de nuvarande stödinsatserna. Om finanspolitisk disciplin ska upprätthållas i ett system med gemensam statsupplåning, krävs det att besluten om enskilda länders budgetsaldon och statsupplåning flyttas upp till den europeiska nivån. Detta vore en oerhört mycket mer långtgående förändring än det system med skärpta sanktioner vid brott mot det gemensamma regelsystemet som nu håller på att införas.

Det finns olika förslag om euroobligationer. Ett uppmärksammat förslag skiljer mellan så kallade *blå* och *röda* obligationer.<sup>13</sup> Enligt detta ska ett euroland tillåtas emittera euroobligationer (blå obligationer) upp till ett värde motsvarande 60 procent av BNP. All statsupplåning därutöver ska ske i vanliga nationella obligationer som inte backas upp av någon gemensam garanti (röda obligationer).

Tanken bakom förslaget är att samtidigt sänka räntekostnaderna för krisländerna och bevara starka incitament för budgetdisciplin. Lägre räntekostnader ska uppnås därför att nya lån tas i form av de gemensamt garanterade blå obligationerna. Drivkrafterna för budgetdisciplin ska bevaras genom att länderna antas sträva efter att minska sin upplåning under 60 procent

<sup>10</sup> Gros och Mayer (2011) tonar ner kreditriskerna för ECB – och därmed i slutändan för skattebetalarna – med argumentet att ECB endast skulle låna ut till EFSF mot säkerheter i form av de statsobligationer från krisländerna som EFSF förvärvar och att ECB bara skulle bevilja lån vid likviditetskriser. Men problemet är ju just svårigheten att avgöra om det är en likviditets- eller soliditetskris. Vad gäller den legala aspekten, så stipulerar artikel 123.1 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt att ”Det är förbjudet för Europeiska centralbanken och medlemsstaternas 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 medlemsländerna rätt att övertrassera sina konton eller att ge dem andra former av krediter: detsamma gäller Europeiska centralbankens och de nationella centralbankernas förvärv av skuldförbindelser direkt från dem.” Gros och Mayer hävdar att om EFSF förvandlas till en av euroländerna ägd bank, så upphävs detta förbud av stadgandet i artikel 123.2 att det inte ska ”gälla offentligt ägda kreditinstitut” och att ”dessa ska behandlas av de nationella centralbankerna och Europeiska centralbanken på samma sätt som privata kreditinstitut vad gäller tillförseln av centralbanksreserver”. Detta framstår i varje fall för en icke-jurist som en orimlig advokatyr, eftersom EFSF inte är ett normalt offentligägt kreditinstitut utan en stödfond för krisande länder.

<sup>11</sup> Flam (2011) använder till exempel begreppet euroobligationer för att beteckna en av euroländerna gemensamt garanterad upplåning från EFSF:s sida, där ett enskilt land (läs Tyskland) skulle garantera hela upplåningen om övriga euroländer inte kan infria de garantier de givit, till skillnad från dagens upplåning av EFSF där varje euroland bara garanterar en viss del av upplåningen.

<sup>12</sup> Se till exempel EEAG (2011) och Sinn och Wollmershäuser (2011).

<sup>13</sup> Delpla och von Weizsäcker (2010, 2011)

av BNP för att därigenom komma i åtnjutande av de lägre räntesatserna för hela sin statsskuld. Dessutom ska enligt förslaget emittering av blå obligationer tillåtas för ett land bara om det uppfyller ett antal krav på strikt finanspolitik. Detta ska övervakas av ett europeiskt stabilitetsråd som lämnar förslag om vilka länder som ska tillåtas emittera blå obligationer. Detta förslag måste godkännas av euroländernas nationella parlament.

Den beskrivna skissen av euroobligationer är ett försök att göra en avvägning mellan målen om att hantera den akuta krisen, att skapa långsiktiga drivkrafter för budgetdisciplin och att etablera en viss grad av gemensamt finanspolitiskt beslutsfattande (som ska kunna få politisk acceptans). Men det är troligt att incitamenten för budgetdisciplin blir alltför svaga också i ett sådant system. Om inte de marknadsincitament för att undvika stora statsskulder som har funnits tidigare – när *all* statsupplåning riskerar att möta höga marknadsräntor – har räckt, varför ska vi tro att incitamenten räcker när bara en del av statsupplåningen kommer att göra det? Frestelsen att i ett krisläge höja 60-procentsgränsen för upplåning med euroobligationer kommer också att bli stor. Risken är också överhängande för att det skisserade förslaget om euroobligationer bara blir ett sätt att utvidga de stödmöjligheter som redan finns. Det kan inte heller utgöra någon lösning i den akuta krisen, eftersom genomförandet förutsätter långtgående fördragsändringar.<sup>14</sup>

### Skuldnedskrivningar

Alternativet till fortsatta stödinsatser är att låta ett eller flera krisländer ställa in betalningarna och skriva ner sin statsskuld. Detta alternativ framstår som det mest rimliga för Grekland, vars statsfinansiella situation är avsevärt värre än övriga krisländers. En viss – ”frivillig” – sådan nedskrivning från de privata långgivarnas sida ingår visserligen som en del av det andra stödpaketet från juli i år, men den är alldeles för liten (högst 20 procent) för att på något avgörande sätt förändra den grekiska situationen.

Fördelen från grekisk synpunkt med en rejäl skuldnedskrivning är att skuldbördan i ett slag skulle lättas. Därmed skulle det långsiktiga anpassningsbehovet och därmed kraven på långsiktig budgetkonsolidering

minska. Historiskt har skuldavskrivningar gjort det möjligt för länder i statsfinansiell kris att snabbare ta sig ur denna och få igång tillväxten igen.<sup>15</sup> I det korta perspektivet kan dock anpassningskraven öka. Efter en skuldnedskrivning kan ett land utestängas från den internationella kapitalmarknaden: långgivarna vågar inte längre låna ut till landet. Om man inte får ytterligare stödlån, innebär det ett omedelbart krav på balans i det finansiella sparandet, det vill säga på att den offentliga sektorns kvarstående utgifter (exklusive de räntor som inte längre betalas) måste finansieras genom löpande intäkter. I så fall uppnås ett minskat långsiktigt konsolideringskrav till priset av ett mer bindande krav på budgetkonsolidering på kort sikt. I Greklands fall borde detta emellertid vara ett hanterligt problem, eftersom det primära finansiella sparandeunderskottet (offentliga utgifter exklusive räntebetalningar minus skatteintäkter) enligt EU-kommissionens prognos ligger runt 3 procent av BNP 2011 och väntas minska 2012.<sup>16</sup>

Från ”systemsynpunkt” är en fördel med en skuldnedskrivning att den ger långivarna signaler om det riskfyllda att låna ut till dåliga låntagare. Det ökar sannolikheten för att långgivare på ett tidigt stadium ska kräva ordentliga riskpremier om ett euroland misskötter sina statsfinanser (vilket de inte gjorde före 2008; se Figur 1). Därmed ökar chansen att *marknadens disciplin* ska ge staterna starka drivkrafter att föra en ansvarsfull finanspolitik.

Risken med en stor nedskrivning av den grekiska statsskulden är de *spridningseffekter* som kan uppstå. Utan stöd kommer grekiska (och cypriotiska) banker med stora innehav av grekiska statspapper att göra stora kapitalförluster och gå omkull. Det kan bli en *bank run* (”bankanstormning”) om insättarna snabbt försöker ta ut sina tillgångar därför att de tror att de annars kommer att förlora en del av dem. Stora kapitalförluster kan också uppkomma för andra länders banker: särskilt franska, men också tyska, banker tycks ha en stor exponering mot grekiska statspapper. ECB gör förmodligen också betydande kapitalförluster både på sitt innehav av grekiska statspapper och sin utlåning till grekiska banker med bland annat grekiska statspapper som säkerheter.

<sup>14</sup> Gaulke (2011) är en kritisk granskning av det skisserade förslaget.

<sup>15</sup> Se Reinhart och Rogoff (2009).

<sup>16</sup> Det är tillräckligt med balans i det primära finansiella sparandet om en skuldnedskrivning innebär att landet slutar betala alla räntor. Om man inte vill göra något uppehåll i betalningen av räntorna på den skuld som kvarstår efter en nedskrivning, måste det primära överskottet vara så stort att det täcker dessa. Anpassningskraven blir givetvis mindre om landet även efter en skuldnedskrivning får stödlån.

Vid en *oordnad* grekisk betalningsinställelse kan i värsta fall en ny akut finanskris uppstå (som efter *Lehman Brothers*-konkursen), där interbankmarknaden fryser igen och banker generellt får svårt att finansiera sig. Konsekvenserna av en oordnad grekisk konkurs är svåröverskådliga och kan bli dramatiska.

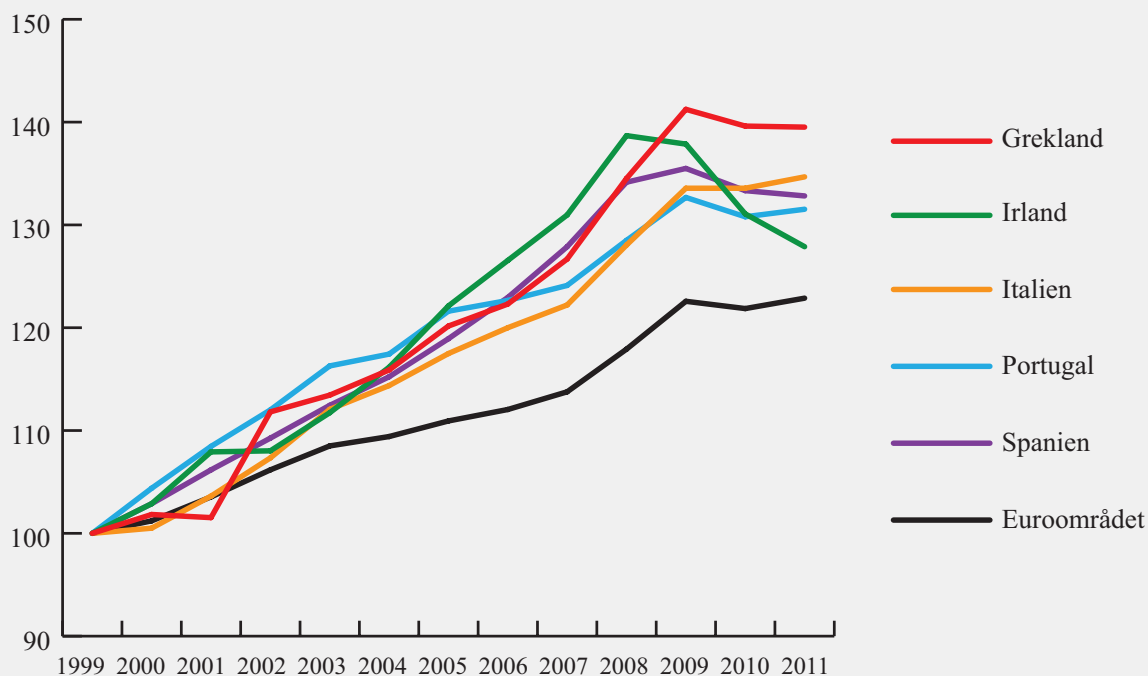
Om en rejäl grekisk skuldnedskrivning ska kunna genomföras i ordnade former krävs att följdverkningarna kan hanteras. EFSF måste då fungera som en europeisk *bankakut* som antingen själv kan tillskjuta aktiekapital till, och vid behov ta över, insolventa banker eller finansiera sådana insatser från euroländernas regeringar. Det kräver med all sannolikhet betydligt större resurser än stabiliseringsfaciliteten har idag och kanske också ett klarare mandat.

En stor svårighet om Grekland skulle "gå i konkurs" är att förhindra spridningseffekter till andra länder. Även om Greklands problem är betydligt större än andra

krisländers, är risken överhängande att utfästelser om att detta land är ett specialfall, och att skuldnedskrivningar inte kan komma i fråga för andra länder, inte ska ses som trovärdiga. Om det uppkommer förväntningar om att också andra krisländer ska skriva ner sina statsskulder, så drivs deras statsskuldräntor upp ytterligare och därmed ökar risken för att även de verkligen ska behöva göra det.

Den *teoretiskt* riktiga strategin vid en grekisk statsbankrutt är att upprätta en "brandvägg" mellan de länder som är insolventa och de länder som är solventa. De förra länderna bör inte ges stöd, de senare bör ges obegränsat stöd. Stödet till de solventa länderna kommer inte att kosta något på lång sikt, eftersom de akuta svårigheterna för dem att låna bara är ett likviditetsproblem. Om utlåningsräntan till dem sätts högre än upplåningsräntan, kommer rentav övriga euroländer att göra en vinst på utlåningen.

**FIGUR 2 KOSTNAD PER PRODUCERAD ENHET (ENHETSARBETSKOSTNAD) HELA EKONOMIN (1999=100)**



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

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

I *praktiken* ger emellertid denna teoretiska distinktion knappast någon vägledning, eftersom det är så svårt att dra gränsen mellan likviditets- och soliditetsproblem. Italien är ett tydligt exempel. Å ena sidan har landet den näst högsta statsskulden bland euroländerna (120 procent av BNP), men å andra sidan är det finansiella sparandeunderskottet på 4 procent av BNP lägre än genomsnittet för euroområdet (se Tabell 1). Bedömningen hänger helt och hållet på vad man tror om landets politiska förmåga att göra besparingar och genomföra reformer som ökar den ekonomiska tillväxten. Ett ställningstagande försvåras ytterligare av den italienska ekonomins storlek: i absoluta tal är den italienska statsskulden så stor (nära 1600 miljarder euro, vilket motsvarar cirka 17 procent av euroländernas samlade bruttoskuld) att kostnaden för övriga euroländer av om landet inte förmår betala tillbaka eventuella stödlån blir mycket hög.

En tänkbar uppgift för den europeiska räddningsfonden är att erbjuda långivarna till krisländerna en *försäkring* som sätter en gräns för hur stora kapitalförlusterna kan bli. För att hantera *moral hazard*-problemen bör denna gräns sättas högt, men en gräns kan ändå vara värdefull för att förhindra finansiell panik. Försäkringen skulle kunna utformas så att innehavarna av krisande länders statsobligationer erbjuds att byta ut dem mot obligationer utgivna av räddningsfonden (efter en kraftig nedskrivning, en så kallad *haircut*) som då övertar de nedskrivna fordringarna på krislandet.

År 2013 ska EFSF ersättas av den Europeiska Stabiliseringsmekanismen, ESM. I EU-ländernas överenskommelse om ESM öppnas för framtida skuldnedskrivningar genom att det blir obligatoriskt för euroländerna att införa så kallade *Collective Action Clauses* för sina obligationslån. Sådana klausuler innebär att en kvalificerad majoritet av innehavarna av en viss obligation kan fatta bindande beslut för alla innehavare om att acceptera en skuldnedskrivning. En brist är emellertid att det inte i förväg etablerats några klara spelregler för hur stora skuldnedskrivningar som kan tillåtas. Sådana spelregler skulle kunna avväga behovet av marknadsincitament mot behovet av att sätta en gräns för hur stora kapitalförlusterna kan tillåtas bli.<sup>17</sup>

## Kan Grekland komma att lämna euron?

Kan ett krisland, i första hand Grekland, tänkas överge euron och lämna valutaunionen? Denna möjlighet – som av de flesta tidigare ansågs helt otänkbar – har börjat diskuteras alltmer.

Problemet är att Grekland – liksom övriga krisländer – under ett antal år haft stora kostnadsökningar i förhållande till de andra euroländerna, så kallade *reala apprecieringar*. Figur 2 visar att kostnaderna per producerad enhet steg 10-20 procentenheter mer i krisländerna än i euroområdet som helhet under perioden 1999-2008. Detta innebär att länderna förlorat kraftigt i internationell konkurrenskraft. Det gör det svårt att få fart på exporten som i en situation med stora finanspolitiska åtstramningar skulle kunna fungera som en tillväxtmotor.

Ett viktigt skäl till att Sverige kunde genomföra en framgångsrik budgetkonsolidering under 1990-talskrisen var att kronans depreciering innebar en kraftig kostnadsänkning gentemot utlandet, vilket satte fart på exporten. Tillväxten gav högre skatteintäkter och sänkte samtidigt statsskulden i förhållande till BNP. Den gemensamma valutan innebär emellertid att denna möjlighet inte står till buds för de krisande euroländerna. De måste i stället åstadkomma *reala deprecieringar* genom så kallade *interna devalveringar*, det vill säga genom *lönesänkningar*. Sådana kan bara komma till stånd i en mycket djup lågkonjunktur. Att återställa konkurrenskraften på detta sätt är därför en både plågsam och tidsödande process.

De stora lönesänkningar som skett i Lettland och Litauen (17,7 respektive 9,3 procent 2009-2011) anförs ibland som bevis för att interna devalveringar är möjliga. Men de är i själva verket exempel på hur svårt det är att åstadkomma sådana, eftersom de skedde efter extremt stora BNP-fall (med 21,7 respektive 11,1 procent 2008-2010). Som framgår av Tabell 3 har lönekostnaderna fallit mycket litet i Grekland och Irland under samma period (och inte alls i övriga krisländer). Löneflexibiliteten förefaller vara mycket mindre i euroländerna än i Lettland och Litauen, vilket förmodligen beror på betydligt mer reglerade arbetsmarknader i de förra länderna. Ett sätt att mäta

<sup>17</sup> Ett antal förslag om sådana "försäkringslösningar" har lagts fram. Se till exempel Gros och Mayer (2010), Calmfors (2010) och EEAG (2011).

**TABELL 3 FALL I BNP OCH LÖNEKOSTNADER 2007-2011**

	Fall i BNP (procent)	Fall i lönekost- nader (procent)	Fall i kostnad per producerad enhet	Fall i BNP / fall i lönekost- nader	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	1,50
Italien	5,1	-5,1	-5,2	-	-
Portugal	1,2	-4,5	-2,3	-	-
Spanien	3,9	-5,8	1,0	-	3,90
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

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

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.

löneflexibiliteten är att som i tabellen beräkna så kallade uppoffringskvoter (*sacrifice ratios*) som anger kvoten mellan BNP-fall och lönekostnadsfall. För Lettland och Litauen blir denna kvot cirka 1,2, vilket betyder att varje procents lönekostnadsänkning ”kostat” cirka en procents minskning av BNP. Motsvarande tal för Grekland och Irland är 4,8 respektive 7,3.<sup>18</sup> För övriga euroländer går det inte att beräkna några uppoffringskvoter, eftersom där inte skett några löneminskningar.

Att överge euron och återinföra en nationell valuta, som sedan får falla i värde, skulle skynda på den kostnadsanpassning som Grekland måste genomföra (på liknande sätt som Argentina relativt snabbt fick igång tillväxten igen sedan man övergav den fasta bindningen till dollarn 2002). Därigenom skulle budgetsaneringen underlättas. Men operationen skulle vara mycket komplicerad. Det skulle bli nödvändigt att tillfälligt frysa företags och hushålls banktillgodohavanden och förmodligen också att införa valutakontroller medan konverteringen av valutan pågår.

Ytterligare ett problem med en valutakonvertering som åtföljs av en depreciering är att den skulle öka värdet

av alla skulder till utlandet (som förblir denominerade i euro) i förhållande till värdet av den inhemska produktionen.<sup>19</sup> Operationen skulle därför behöva kombineras med en nedskrivning av den grekiska statens utlandsskuld. Det skulle också bli fråga om en rad konkurser när företagens utlandsskulder ökar i förhållande till inkomsterna. Sådana konkurser innebär just att företagens skulder skrivs ner.

Det är möjligt att ett utträde ur valutaunionen skulle vara det bästa från en ensidig grekisk utgångspunkt. Det förutsätter dock att ett kursfall för en ny valuta inte startar en okontrollerad inflationsprocess. Om Grekland var ensamt om svåra statsskuld- och tillväxtproblem, skulle ett utträde också kunna vara till fördel för de andra euroländerna. Men i nuvarande läge med liknande – om än inte lika allvarliga – problem även i flera andra euroländer skulle följdverkningarna med stor sannolikhet bli svåra. Vi vet av erfarenhet från tidigare valutakriser i system med fasta växelkurser att devalveringar i enskilda länder brukar få smittoeffekter på andra svaga länder som sedan i sin tur tvingas devalvera. Det finns anledning tro att något liknande skulle hända om Grekland lämnar valutaunionen. Förväntningar om att också andra krisländer kan välja

<sup>18</sup> Siffran för Grekland är en viss underskattning eftersom den för 2011 bygger på EU-kommissionens prognos från våren och större löne-sänkningar än man räknat med sannolikt genomförts under året. Men detta förändrar inte bilden i stort. Som framgår av tabellen blir dock bilden lite annorlunda om man ser på utvecklingen för kostnaden per producerad enhet. Den har fallit kraftigt i Irland på grund av snabb produktivitetsutveckling och uppoffringskvoten i termer av kostnaden per producerad enhet ligger för detta land därför närmare kvoterna i Lettland och Litauen.

<sup>19</sup> Denna effekt uppstår också vid en intern devalvering som sänker den inhemska prisnivån, men processen tar då längre tid.

samma väg skulle antagligen tvinga upp räntorna där, vilket skulle försvåra deras statsskuldproblem och ge negativa efterfrågeimpulser. Det skulle kunna bli fråga om *bank runs* också där när spararna försöker ta ut sina banktillgodohavanden för att placera om dem i andra länder och därmed skydda sig mot valutaförluster.

### Slutsatser

En standardkommentar i den pågående debatten är att eurokrisen beror på bristande politisk handlingskraft. Det ligger en del i det. Men samtidigt bör man ha klart för sig att man befinner sig i en kris som det inte finns några bra vägar ur. Alla strategier har för- och nackdelar som är svåra att väga mot varandra.

En grundläggande målkonflikt är den mellan kortsiktig krishantering och en långsiktigt fungerande valutaunion. Det går att undvika en akut finanskris genom successivt utökade stödinsatser. Samtidigt riskerar sådana att leda till ett system som inte kan fungera på sikt därför att stater och långgivare får alltför svaga drivkrafter att uppträda ansvarsfullt. Allt större stödinsatser kan också leda till ett växande politiskt motstånd mot hela europrojektet i de länder som ger stöden. Sådana väljarreaktioner är enligt min mening det största hotet mot euron. Den hotas i sig inte av om Grekland och flera länder skulle tvingas skriva ner sina skulder; det finns inget skäl till att ett land som skrivit ner sin statsskuld inte skulle kunna fortsätta att dela sin valuta med andra länder. Risken med oordnade "konkurser" är i stället att en akut finanskris med efterföljande djup och långvarig recession kan utlösas. Detta är ett ytterst allvarligt – men annat – problem än frågan om eurons fortbestånd. Det är synd att dessa två frågor i så hög grad blandats ihop, inte minst av många ledande europeiska politiker.

Ingen kan vara säker på vilket sätt att hantera eurokrisen som är bäst. Min bedömning är att en rejäl

skuldnedskrivning för Grekland är nödvändig. Om den ska kunna ske i ordnade former måste europeiska stödinsatser av stor omfattning till för att ta över och rekapitalisera banker och andra finansinstitut som annars skulle gå omkull. Den svåra frågan i ett sådant läge blir om skuldnedskrivningar ska göras också för andra krisländer och var man då ska dra gränsen mellan länder med likviditetsproblem som bör få ytterligare stöd (för att undvika skuldnedskrivningar) och insolventa länder som inte bör få det.

Om följdverkningarna av en kraftig skuldnedskrivning för Grekland ska kunna hanteras, behövs betydligt större resurser för den europeiska räddningsfonden än den har idag. Ska sådana resurser snabbt tillföras, krävs förmodligen att fonden kan ta upp lån i Europeiska centralbanken. Det ökar emellertid risktagandet för skattebetalarna i de länder som i slutändan finansierar stödlånen. Förmodligen innebär det också ett (ytterligare) fördragsbrott, vilket minskar trovärdigheten för att EU:s andra regelsystem (till exempel de skärpta finanspolitiska reglerna) ska respekteras i framtiden. Detta utgör ännu en illustration av risken att den akuta krishanteringen hotar valutaunionens möjligheter att fungera på lång sikt.

Grekland skulle förmodligen vinna på ett utträde ur valutaunionen, kombinerat med en nedskrivning av statsskulden, eftersom det skulle minska landets anpassningsbördan. Men ett grekiskt utträde skulle med stor sannolikhet dramatiskt försämra situationen för andra krisande euroländer med svåröverskådliga konsekvenser.

Dessvärre gäller den enda säkra slutsatsen betydelsen av att inte försätta sig i sådana situationer som många euroländer har gjort. Det råder numera stor enighet om detta. Tyvärr är denna insikt inte någon hjälp för att hantera den rådande situationen.

# Referenser

- Buiter, W., E. Rahbari och J. Michels (2011), TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows, Citi Economics, Global Economics View, 9 juni.
- Calmfors, L. (2010), Fiscal policy coordination in Europe, briefing paper för Europaparlamentet PE 440.292, /IP/A/ECON/NT/2010-10/, Bryssel.
- Calmfors, L. (2010), Bara dåliga alternativ, Dagens Nyheter 13 september.
- Carney, B. M. och A. Jolis (2010), Toward a United States of Europe, Wall Street Journal, 17 december.
- De Grauwe, P. (2011), Only a more active ECB can solve the euro crisis, CEPS Policy Brief 250, Bryssel.
- Delpla, J. och J. von Weizsäcker (2010), The blue bond proposal, Bruegel Policy Brief 3, Bryssel.
- Delpla, J. och J. von Weizsäcker (2011), Eurobonds: The blue bond concept and its implications, Bruegel Policy Contribution 2, Bryssel.
- Ds 2011:25 "Godkännande av Europeiska rådets beslut om ändring av artikel 136 i EUF-fördraget – stabilitetsmekanism för euroländer", Stockholm.
- EFSF (2011a), Framework Agreement, 7 juni, Bryssel.
- EFSF (2011b), European Financial Stability Facility, Frequently Asked Questions, [http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf).
- Eurogroup (2010), Terms of reference of the Eurogroup – European Financial Stability Facility, 7 juni, Luxemburg.
- Europeiska unionens råd (2011) Uttalande från stats- och regeringscheferna i euroområdet och EU-institutionerna, 21 juli, Bryssel.
- Flam, H. (2011), Euroexit hjälper inte Grekland, Svenska Dagbladet, 28 september.
- Flodén, M. (2011), ECB måste visa vägen ut!, Ekonomistas.se, 9 september, <http://ekonomistas.se/2011/09/09/ecb-maste-visa-vagen-ut>.
- Gaulke, J. (2011), What will eurobonds cost? – Position of the Ifo Institute of, 17 augusti, Ifo Institute for Economic Research, München.
- Gros, D. och Mayer, T. (2010), How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now! CEPS Policy Brief 202, Bryssel.
- Gros, D. och Mayer, T. (2011), Refinancing the EFSF via the ECB, CEPS Commentary, 18 augusti.
- Sinn, H-W. (2011), The ECB's secret bailout strategy, Project Syndicate, 29 april.
- Sinn, H-W. (2011), The ECB's stealth bailout, VoxEU.org, 1 juni.
- Sinn H-W. och T. Wollmershäuser (2011), Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility, CESifo Working Paper 3500, 24 juni, München.
- Whelan, K. (2011), Professor Sinn misses the target, VoxEU.org, 9 juni.