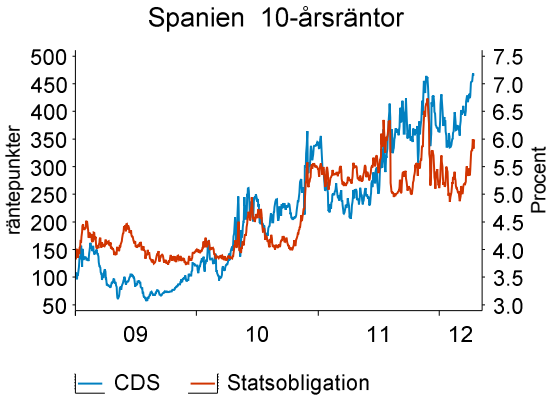
Stor risk för stödlån, liten risk för skuldnedskrivning i Spanien

MÅNDAG
16 APRIL 2012

De senaste veckorna har oron för skuldproblemen i Spanien ökat kraftigt. Det hela började med att regeringen fick skriva upp budgetunderskottet för förra året och samtidigt också prognosen för underskottet i år. Räntorna på spanska statsobligationer har stigit samtidigt som kostnaden för investerare att försäkra sig mot en framtida statskonkurs i Spanien har ökat till rekordhöga nivåer (CDS-priser). Frågorna är nu om Spanien kommer att bli den nya stora krishärden och om landet tvingas följa Grekland, Irland och Portugal och be om stöd från EU:s krisfonder?

Nervositeten är påtaglig och för närvarande prissätter marknaden hela 70% sannolikhet för att det kommer göras en nedskrivning av värdet på spanska statsobligationer på 20% inom en femårsperiod.

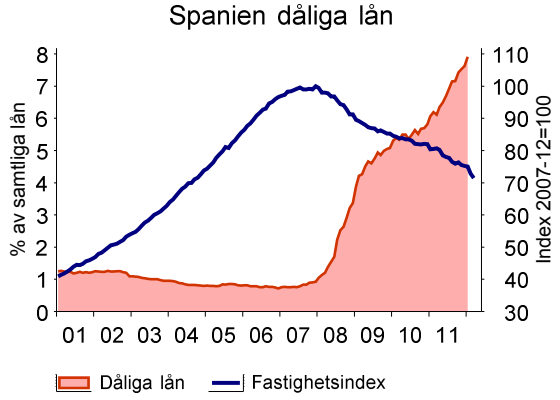


Vilka är de största orosmolnen över Spanien? I stora drag kan man identifiera tre huvudrisker.

1. En allvarlig kris i banksektorn som följd av den spruckna fastighetsbubblan.
2. Centralregeringens svårigheter att få kontroll över underskotten i Spaniens 17 autonoma regioner.
3. Recession med snabb uppgång i arbetslösheten.

Banksektor i kris – Irlandsexemplet skrämmer

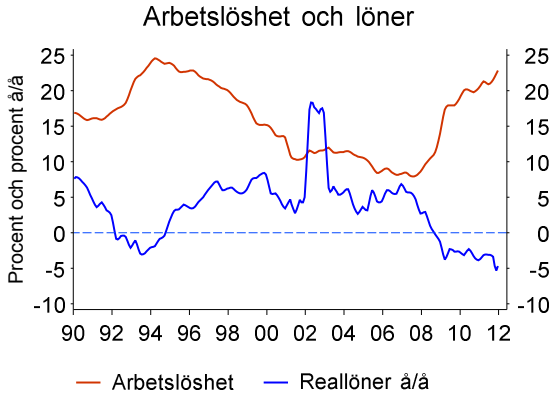
Spanien har liksom Sverige en relativt stor banksektor jämfört med snittet i Europa. Storleken på den spanska banksektorn är cirka 340% av BNP att jämföra med snittet i Europa på ungefär 200%. En stor banksektor i kombination med den spruckna fastighetsbubblan har fått många att oroa sig för att Spanien riskerar att gå samma öde till mötes som Irland gjorde efter finanskrisen. Irland hade då, liksom Spanien, en relativt låg statsskuld men efter att luften gått ur fastighetsmarknaden steg den rekordsnabbt då staten tvingades att satsa enorma summor för att förhindra att banksektorn kollapsade. I takt med att spanska fastighetspriser har fallit och arbetslösheten stigit har andelen dåliga lån i banksektorn vuxit lavinartat och än syns inga tecken på någon förbättring.



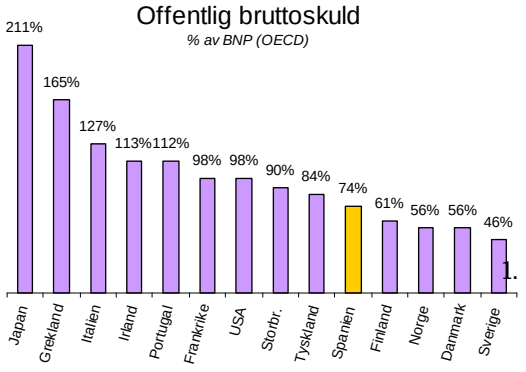
Bankproblemen i Spanien är koncentrerade till de mindre regionala sparbankerna (så kallade Cajas) medan de stora spanska bankerna tvärtom är bland de mest välkapitaliserade i Europa. Även om problemen är stora har både den förra och nuvarande regeringen hittills skött saneringen av banksektorn på ett föredömligt sätt. Redan 2009 satte man upp bankakut i form av en fond för att underlätta rekonstruktionen problembanker. Genom att tvinga fram en rad sammanslagningar av krisdrabbade sparbanker har man på några år lyckats minska deras antal från 45 till 17 stycken. Därtill har man höjt kapitaltäckningskraven och tvingat bankerna att göra större avsättningar för att täcka dåliga lån till fastighetssektorn. Syftet med åtgärderna är förutom det självklara, att stabilisera banksektorn, också att minimera kostnaderna för skattebetalarna för att undvika en irländsk situation.

Ekonomisk recession och budgetproblem

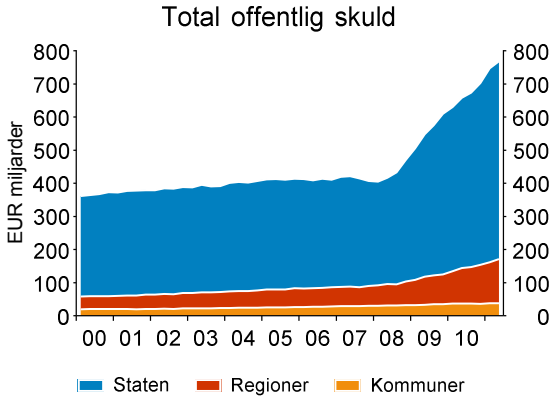
Om bankkrisen är det mest akuta problemet så är den svaga ekonomin det kanske allvarligaste problemet. Tillväxtprognoserna har kontinuerligt skruvats ned och snittet av prognosmakare tror att ekonomin kommer att krympa med 1,5% i år och bara visa nolltillväxt för 2013. Därtill fortsätter den redan höga arbetslösheten att stiga snabbt vilket gör det ännu svårare för regeringen att få folkligt stöd för fortsatta åtstramningar.



Budgetunderskottet blev hela 8,4% av BNP 2011 och målet är att få ned det till 5,3% i år. Även om det har visat sig vara svårare än väntat att få ned underskotten är inte allt nattsvart när det gäller statsfinanserna. En fördel som Spanien har är att landet fortfarande har en relativt låg statsskuld. Även om den ökar för varje år med budgetunderskott så ligger den fortfarande en bra bit under Tyskland och de flesta andra EMU-länder. Spanien har alltså mer tid på sig att få ordning på statsfinanserna än vad Grekland, Irland och Portugal hade.



En annan sak som är viktig för att marknaden ska få tillbaka förtroendet för saneringen statsfinanserna är att centralregeringen lyckas få kontroll på underskotten i landets autonoma regioner. Ny lagstiftning har införts för att förbättra kontrollen men det är fortfarande osäkert hur väl detta kommer att lyckas.



Stödpaket modell ”light” men ingen konkurs

De senaste veckornas utveckling visar tydligt att det fortfarande är lång väg kvar innan Spanien återfått marknadens förtroende. Bankproblemen och de dystra utsikterna för ekonomin talar för att landet kommer att behöva mer hjälp utifrån. Hittills har hjälpen kommit från ECB genom stödköp av spanska statsobligationer och stöd till banker genom två stora treåriga lån (LTRO). Det är dock tveksamt om ECB kan göra så mycket mer och nästa logiska steg vore istället att ge stöd från krisfonderna. Mycket talar dock för att Spanien i så fall kommer att få ett mindre omfattande program än Grekland, Irland och Portugal som under flera år helt förlitat sig på stödpengarna. Ett skäl till detta är att det inte ens efter utökningen av stödfonderna finns tillräckligt med pengar för att både klara att helt finansiera Spanien under flera år och samtidigt ha beredskap att hjälpa Italien om det skulle bli nödvändigt. Att ge Spanien ett fullt program skulle riskera att addera till oron i Europa snarare än minska den. Ett annat skäl är att eftersom lån från krisfonderna är prioriterade över privata långivare ökar risken för att privata långivare i slutänden inte ska få betalt ju större andel av Spaniens totala skuld som hamnar hos EU/IMF. Ett fullt program skulle öka oron hos privata långivare och få dessa att sälja ännu mer av sina spanska obligationer. Slutligen skulle ett fullt program också göra att Spanien inte länge kan vara kvar som garant för de lån som givits till de andra krisländerna med följd att bördan ökar för resterande euroländer.

Även om ett mildare låneprogram för Spanien ser alltmer troligt ut under 2012 tror vi ändå att risken för en konkurs med nedskrivningar av värdet på spanska statsobligationer är osannolik. Framförallt för att landet har en mycket lägre statskuld än Grekland. Det som till sist kommer att avgöra om Spanien förblir ett solvent land på några års sikt är hur man lyckas med att lösa situationen för bankerna och hittills verkar i alla fall den biten vara på rätt spår.

Johan Javeus *+46 8 506 230 19*