Frågor & svar om eurokrisen

TORSDAG
14 JULI 2011

Robert Bergqvist
070-445 14 04
Daniel Bergvall
073-52 35 287

NYA FRÅGOR & MÖJLIGA SVAR. Vi har återigen uppdaterat tidigare frågor och svar från 7 och 27 juni samt lagt till nya frågor från kunder/läsare – och våra svar – mot bakgrund av den fortsatta utvecklingen i eurokrisen. Frågorna behandlar olika områden: de senaste kristoppmötena, den privata sektorns roll i lösningen på Greklands skuldkris, händelseförloppet vid en trolig grekisk rekonstruktion, utmaningarna för banksystemet, risken för ECB-konkurs, situationen i bl a Portugal, Irland och Spanien, omvärldens (USA/Asien) syn på eurokrisen samt påverkan på Sverige och marknader.

Kristemperaturen i Euro-zonen har höjts till nya nivåer. Grekland är i fortsatt stort fokus p g a både landets skuldproblem men alltmer för smittorisken till andra länder. Det är viktigt att ha "systemglasögonen" på. Ekonomer, och kanske också politiker och centralbanker, har en tendens att se på problem isolerade från varandra. Men vi brottas med systemproblem. Mer stöd till Grekland räcker inte för att lugna utvecklingen. Förutom Grekland har Portugal, Irland och även Spanien problem, men av lite olika karaktär. En lösning på ett lands likviditetsproblem innebär inte att en lösning har erhållits för solvensproblemet. Det vi nu ser hända är ett förlopp som går genom olika faser: ❶ Likviditetskrisen (länder måste få akut hjälp med finansiering från andra stater när vägen till kreditmarknaden är stängd); ❷ Solvensfokus (då slutsatsen är att nya krislån inte hjälper när länder har problem att långsiktigt betala räntor och amortera skulder); ❸ Strukturpolitiken (d v s att inför, under och efter en rekonstruktion bygga en ekonomi som återvinner konkurrenskraft, satsar på utbildning och utvecklar industrier/sektorer som står sig starka inte bara i eurozonen utan också globalt). **Det är inte början på krisens slut som vi nu ser utan slutet på början på en tidsmässigt prövande och utdragen process som inbegriper såväl solvensfrågan för Grekland (plus Irland och Portugal), problem för andra eurozonsstater och utmaningar för stabiliteten i det finansiella systemet.**

★ ★ ★

1. HUR SKA MAN BESKRIVA EUROKRISEN JUST NU?

Det går att dra några uppenbara slutsatser: a) Vi har en unik kris i Europa som är ytterst komplex och som behöver tid för att kunna lösas; b) Tre länder behöver någon form av skuldrekonstruktion (Grekland, Portugal och Irland); c) Europa behöver politiskt ledarskap och en (1) stark samordnad röst; d) Stabiliteten och krislösningarna är beroende av en fortsatt global ekonomisk återhämtning; e) Oavsett krislösning kommer det att bli politiska och demokratiska efterdyningar vars effekter är svåra att bedöma; f) Att bryta upp den monetära unionen, eller att ett land lämnar samarbetet, är ingen lösning på de problem som vi står inför här och nu.

2. VILKA FRÅGOR LIGGER JUST NU PÅ EUROGRUPPENS BORD?

Det senaste mötet (11/7) gav ett förväntat magert resultat. Politikerna har öppnat dörren för att göra ***krismekanismen EFSF*** *"mer flexibel"*. Det kan tolkas som att EFSF inom en snar framtid får en möjlighet att köpa krisländers statsobligationer direkt i sekundärmarknaden och inte som i dag bara i primärmarknaden. Åtgärden är nödvändig om EFSF ska spela en central roll vid kommande skuldrekonstruktioner. Eurogruppen uttryckte också en vilja vid mötet den 11 juli att ånyo lindra räntevillkoren för Grekland (och förlänga löptider). Eurogruppen har sedan tidigare gett grönt ljus till ett nytt krislån till Grekland (på drygt 100 mdr euro). Beslut om EFSF väntas inom ett par dagar. Beslut om ett nytt krislån till Grekland dröjer sannolikt längre.

3. HUR SKULLE EN SKULDREKONSTRUKTION KUNNA GÅ TILL?

Med ett reviderat mandat köper EFSF t ex grekiska statspapper på sekundärmarknaden. De uppköpta obligationerna byts därefter ut mot nya grekiska obligationer som har nedsatt nominellt värde (motsvarande skuldnedskrivningen). I takt med att EFSF köper statspapper och skulden skrivs ned kan marknadspriset på resterande utestående grekiska obligationerna stiga (vilket underlättar för t ex banker som innehar stora poster statspapper som inte har marknadsvärderats). För att få en större

effekt av en sådan operation kan innehavare av statspapper (p g a rädsla för en betalningsinställelse) pressas till att sälja större delar av sina obligationsinnehav med en rabatt. Nödvändigt är dock att EFSF har tillräckligt med finansiella muskler för att kunna köpa stora poster statspapper. Dagens garanterade kapital på 440 miljarder euro (med reell utlåningskapacitet på 250 miljarder) räcker inte. Krismekanismen måste därtill ta höjd för om ett av de större länderna skulle behöva söka finansiellt stöd. Spanien är en trolig kandidat.

4. HAR TYSKLAND NÅGON SMÄRTGRÄNS FÖR HUR MYCKET STÖD MAN KAN GE?

Smärtgränsen är inte ekonomisk eller finansiell utan politisk. Motståndet mot regeringens krispolitik växer, vilket innebär att vi onekligen kommer närmare någon form av smärtgräns *OM* inte den politiska retoriken ändras till att bli mer europavänlig och förklarande. Pressen på Tyskland att sätta sig bakom ratten för eurosamarbetet och krislösningar är stor medan förbundskansler Merkels egen drivkraft för EU/ euron inte tillhör Europas starkaste. Tyskland är världens näst efter Kina världens största "exportör" av globalt spar/investeringskapital, vilket är till fördel för krisande euroländer. Tyska politiker vill dock se landets starka externbalanser som resultatet av en mångårig tuff effektivisering av ekonomin och att dagens överskott måste förvaltas väl och inte lånas ut på lösa boliner.

5. HUR TÄNKER EN FINANSMINISTER I ETT EUROLAND JUST NU?

Euroländerna jobbar med ett unikt problem som ingen har egentlig erfarenhet från. Målet är att fortsätta skaffa sig tid för att kunna jobba vidare med solvensproblemet för enskilda stater. Det är en svår balansgång: snabba beslut behövs men också lösningar på problem som håller också i det längre perspektivet och samtidigt fångar in framtida möjliga problem.

6. VARFÖR ÄR ITALIEN PÅ RADARSKÄRMEN?

Det är inte bara Italien som är i fokus. Länder med stora skulder har alltid varit på radarskärmen. Den italienska statsskulden uppgår till 125 procent av BNP, den tredje största skulden i euro-zonen (efter Grekland och Irland). Värt att notera är dock att Italiens nettoskuld till omvärlden ligger på ca 20 procent av BNP (kring 100 procent av BNP för länder som Grekland, Portugal och Spanien). Det politiska systemet i Italien har reagerat på omvärldens oro och man har tagit initiativ till att återställa förtroendet för det finanspolitiska saneringsprogrammet.

7. HUR SKA MAN LÖSA DEN NUVARANDE KRISEN?

Det finns tre viktiga pusselbitar som måste falla på plats samtidigt: i. skuldtyngda länder oavsett storlek måste lägga en framtung, långsiktig och trovärdig statsfinansiell saneringspolitik/program som har brett parlamentariskt stöd; ii. ett konkret beslut måste tas om när, var och hur en skuldrekonstruktion för Grekland, Irland och Portugal ska ske samt besked måste ges om nytt garanterat kapital till krismekanismen EFSF; iii. en definitiv slutsats måste nås om läget i det finansiella systemet och effekterna från kommande skuldrekonstruktioner.

8. VAD KAN UTLÖSA EN FULLSKALIG EUROKRIS?

Det finns flera faktorer som snabbt kan förvärra situationen för euron: a) politisk oenighet på nationell eller europanivå kring hur krisen ska lösas, b) en lågkonjunktur som förvärrar arbetsmarknadsläget i kärnländer som Tyskland och Frankrike, c) en ny förtroendekris i det europeiska banksystemet som skapar likviditetsbrist och högre räntor.

9. VILKEN ROLL SPELAR EU:S BANKSTRESSTESTER?

Det finns just nu en olycklig symbios mellan statsskuldskrisen och riskerna för finansiell stabilitet i Europa. Båda problemen måste lösas samtidigt. Tveksamheten kring hur Greklands problem ska lösas hänger ihop med rädslan för och osäkerheten kring hur olika alternativ kan påverka den finansiella stabiliteten. Publiceringen den 15 juli av stresstesterna kan förhoppningsvis tillföra transparens när det gäller riskerna i enskilda länder/banker. Informationen kan även ge en bild av motståndskraften i banksystemet som helhet inför kommande skuldrekonstruktioner.

10. EFSF OCH FED KÖPER STATSPAPPER – ÄR DET NÅGON SKILLNAD PÅ DESSA PROGRAM?

EFSF kan i dag bara köpa statspapper på primärmarknaden och då i undantagsfall inom ramen för redan beslutade krislån. EFSF agerande påverkar inte mängden pengar i systemet. Feds köp av statspap-

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.

per (som nu har avslutats) går via centralbankens balansräkning och innebär en ökning av den s k monetära basen, vilket påverkar/ökar mängden pengar i banksystemet. För skattebetalare i eurozonen innebär EFSF:s agerande att stabila länder "lånar" ut kreditvärdighet till svaga ekonomier, vilket ger en omfördelning/utjämning av risk och räntekostnader (t ex Tyskland tvingas betala en högre ränta och bära en större risk än vad som annars skulle ha varit fallet). På sikt ska såväl EFSF och Fed avveckla sina tillgångsportföljer. EFSF väntas ha en något kortare avvecklingsperiod än Fed, men det är något som lätt kan ändras och som bestäms av aktuella marknadsförhållanden.

11. HUR STOR ÄR TYSKLANDS STATSSKULD?

Det finns just nu inte något svar på den frågan. Officiell statistik ger än bild men därutöver är det uppenbart att Tyskland har åtaganden som ligger utanför balansräkningen. "Transfereringsunionen" i Europa innebär en omfördelning av de 17 euroländernas totala skuld. Förväntade nedskrivningar av olika länders skulder leder till en minskning av euro-zonens totala statsskuld. Den ökar framöver i takt med storleken på budgetunderskotten.

12. SKA EUROLÄNDERNA SKAPA ETT GEMENSAMT UPPLÅNINGSINSTITUT?

Det finns en diskussion som går ut på att enskilda eurozonsstater skulle kunna fråntas rätten att själva emittera värdepapper. Ett gemensamt låneinstitut lånar upp för samtliga 17 eurozonsländer och likviditeten fördelas sedan mellan länder i enlighet med fastlagda och av samtliga länder godkända budgetar. Därmed upphör möjligheten för ett land att låna mer än vad som lagts fast på euro-zonsnivå. Eurobligationen garanteras av samtliga 17 länders betalningsförmåga. För att detta ska bli en realitet krävs betydligt större samordning/koordinering av den ekonomiska politiken i euroländerna. Där är vi inte än.

13. HUR SKA ETT NYTT KRISPAKET/LÅNEPROGRAM FÖR GREKLAND FINANSIERAS?

Euro-zonens stats- och regeringschefer är eniga om att Grekland behöver ytterligare drygt 100 mdr EUR för att klara finansieringen t o m 2014 (vilket även är i linje med våra beräkningar) och att både officiella och privata källor ska bidra. Det innebär att euro-zonens länder, enligt toppmötet i slutet av juni *"ska eftersträva ett **frivilligt deltagande från den privata sektorn** i form av informella frivilliga förlängningar av Greklands befintliga skuld när den förfaller"*. Det skulle minska den finansiering som Grekland behöver kommande år och göra att en selektiv betalningsinställelse undviks. Den officiella ståndpunkten verkar vara att ca en tredjedel (ca 30 mdr euro) kan komma från denna typ av frivillig förlängning. Återstoden av låneprogrammet (70 mdr) väntas härstamma från nya EU/IMF-lån och grekiska privatiseringar.

14. KOMMER DEN PRIVATA SEKTORN ATT FRIVILLIGT FÖRLÄNGA SIN FORDRAN?

För att förlänga en fordran på grekiska staten krävs att alternativet – att få pengar i handen här och nu – är avkastningsmässigt sämre och/eller att Greklands fordringsägare påtar sig ett nationellt/ globalt stabilitets/samhällsansvar. Det handlar också om att väga kort- och långsiktiga utfall mot varandra i en osäker systemorienterad problemmiljö och att agera i aktieägares och Europas pensionssparares intresse. **Ett okontrollerat krisförlopp riskerar dock att göra de flesta till stora förlorare.** Senaste tidens signaler tyder på att EU-ledarna alltmer krattar manegen för en nedskrivning av Greklands skuld. Att EFSF verkar få en utökad verktygslåda som innefattar statsobligationsköp på andrahandsmarknaden kan tyda på att en 'mjuk' skuldrekonstruktion är förstaalternativet, d v s att EFSF köper upp obligationer till diskonterat värde som Grekland i ett senare skede får köpa tillbaka till samma pris. För att en sådan operation ska få en rejäl effekt kan den ske genom en överenskommelse med större obligationsinnehavare som då går med på att sälja sina innehav med en viss rabatt. Det bankerna kan vinna fördelar av är att Grekland kan få ned sin skuld utan iscensätta riskerna som är behäftade med en unilateral betalningsinställelse.

15. FINNS DET EN UPPSIDA FÖR BANKER/PENSIONSBOLAG ATT FÖRLÄNGA FORDRAN?

En skuldnedskrivning för Grekland väntas ligga på ca 50 procent av den nominella skulden (i linje med rådande marknadsprissättning). En löptidsförlängning är ingen garanti för att skulden inte skrivs ned i framtiden. En omedelbar eller närliggande nedskrivning skulle dock ❶ realisera redan orealiserade förluster på grekiska obligationer och ❷ öka trycket på att plocka fram ännu inte realiserade förluster (t ex i strategiska portföljen hos banker). Genom att hålla kvar obligationerna till förfall kan

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.

hela eller delar av de i dag orealiserade förlusterna återvinnas. Risken som investeraren löper är om en oundviklig nedskrivning framöver blir avsevärt större än 50 procent. Den risken är stor eftersom a) de ekonomiska förutsättningarna nu ser ut att förändras till det sämre såväl i Europa som i världen, och b) andra euroländer kan också hamna i samma krisläge som Grekland.

16. VAD HÄNDER MED INTERNATIONELLA BANKER VID T EX EN SKULDNEDSKRIVNING?

Det kommer att uppstå påfrestningar i bl a det europeiska banksystemet, ett system som fortfarande är underkapitaliserat enligt internationella bedömningar och där bankerna står i begrepp att löptidsförlänga sin upplåning i linje med kraven enligt Basel III-regelverket. Några viktiga pusselbitar kring tillståndet för bankerna kommer att redovisas på fredag inom ramen för EU:s s k bankstresstester. En gradvis och kanske flerårig anpassning av eventuella hittills orealiserade förluster kan visa sig vara en möjlig lösning för att minska de direkta påfrestningarna i systemet vid t ex en skuldrekonstruktion men det finns sannolikt en smärtgräns för hur stora de orealiserade förlusterna tillåts vara. Även pensionssystem påverkas med möjliga nedskrivningar, men effekten borde totalt sett – om krisen stannar vid Grekland, Portugal och Irland – ändå bli begränsad för det samlade förvaltade kapitalet. Jämfört med situationen hösten 2008 är dock länder och banker mer förberedda nu vilket minskar risken för spridningseffekter i det finansiella systemet.

17. HUR KOMMER SVENSKA BANKER ATT PÅVERKAS?

Svenska banker påverkas direkt och indirekt. Den direkta risken mot t ex grekiska staten är mycket begränsad, vilket framgår av Riksbankens redovisning i Stabilitetsrapporten. Om t ex tyska, franska och italienska banker får problem kan det smitta av sig på det svenska banksystemet. Samtidigt är det rimligt att förvänta sig att myndigheterna i andra länder kommer att vara medvetna om problemet och att man – om behov finns – bygger upp garantier/skyddsnätt kring de nationella banksystemen. Därmed förhindras smittoeffekter. Den största risken utgörs av likviditetstorkan, d v s att osäkerheten i banksystemet gör att likviditet bunkras upp hos enskilda banker i stället för att röra sig i systemet. Det skapar både brist på pengar och en prishöjning på likviditet (ränteeffekt). Hur stor effekten blir är svårt att avgöra. Frågan –och oron – är dock redan i högsta grad närvarande i interbankmarknaden.

18. KAN EUROPEISKA CENTRALBANKEN ECB GÅ I KONKURS P G A GREKLAND?

Vid en hård skuldrekonstruktion (nedskrivning) kommer ECB att göra förluster på sitt uppskattade innehav av grekiska obligationer på runt 50 mdr euro, men de är hanterbara. Att ECB drabbas av trovärdighetsproblem är en sak, men det viktiga är att ECB:s verksamhet inte äventyras. ECB har i dag reserver (värderegleringskonton) på drygt 300 mdr euro som kan täcka förluster. **En nedskrivning med 50 procent skulle ge ECB en förlust på maximalt 25 mdr euro**, helt inom ramen för de reserver som ECB har till sitt förfogande. Därtill finns en möjlighet att begära in extra kapital från de nationella centralbankerna, vilka också har reserver till sitt förfogande.

19. MEN VAD HÄNDER MED ECB:S UTLÅNING TILL GREKISKA BANKER?

En del hävdar att ECB kommer att förlora pengar också på den utlåning som sker till grekiska banker och där grekiska statspapper tas emot som säkerhet. En viktig utgångspunkt är att varken grekiska staten eller euro-zonens stater kan tillåta en kollaps av grekiska banker. Sker en nedskrivning av statsskulden kommer ECB att behöva antingen kräva in mer säkerheter och/eller låna ut mindre pengar till grekiska banker (så att beloppet motsvarar den lägre säkerhetsmassan). Det är rimligt att räkna med att grekiska staten, med lån från t ex Europas krismekanism (EFSF), kan tillhandahålla den likviditet som bankerna behöver för att se till att det finansiella systemet i Grekland fungerar. Därmed behöver bankerna låna mindre pengar från ECB, vilket innebär att lån och säkerhetsmassa balanserar utan krav på att nya säkerheter inlevereras till ECB av grekiska banker. **Inte heller här gör således ECB några större förluster annat än på det trovärdighetsmässiga området.**

20. NYTT PAKET TILL GREKLAND – HUR STORT BEHÖVER DET VARA?

I det korta perspektivet handlar det om att Grekland måste uppfylla EMU/IMF:s krav på fortsatta utbetalningar från existerande stödpaket som gavs 2010 återstår ca 50 av de totalt 110 mdr EUR. För att klara finansieringen efter det att existerande paket tar slut nästa år och t o m 2014 krävs ytterligare drygt 100 mdr EUR. Beslut om detta kan tas i slutet av månaden eller i början av augusti. **Redan i september måste dock en ny IMF/EU/ECB-analys/bedömning göras av Grekland inom ramen**

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.

för den rullande tremånadersavstämningen för att öppna dörren för den nödvändiga sjätte utbetalningen. I princip står alltså juli-augusti till förfogande för Grekland att nå en ny internationell krisöverenskommelse.

21. VARFÖR LÅTER MAN INTE GREKLAND HELT ENKELT BARA GÅ I KONKURS?

Ett land går aldrig i konkurs: man får i stället någon form av rekonstruktion av statsskulden. En skuldrekonstruktion kan ske på olika sätt, allt från att omförhandla villkor/löptider för existerande skuld till en regelrätt nedskrivning. Skälen till att inte genomföra en skuldrekonstruktion nu är flera: ❶ det finns förhoppningar att befintlig åtstramningspolitik i kombination med starkare ekonomisk tillväxt i Europa och omvärlden ska lösa skuldproblemen, ❷ politiker, centralbanker och tillsynsmyndigheter vet inte hur den kan genomföras och vilka negativa spridningseffekter som kan uppstå, ❸ myndigheterna vill hitta en väg som innebär att man inte utlöser olika typer av kreditderivatkontrakt, ❹ en skuldrekonstruktion får inte ses av landet/omvärlden som ”den enkla, lätta vägen” ut ur ett skuldproblem. På längre sikt – in i 2012 – talar skuldnivåerna ett tydligt språk: Grekland, och sannolikt Portugal och Irland, behöver kraftfull hjälp för att klara sina framtida åtaganden.

22. KAN MARKNADEN SPEKULERA FRAM EN ”DEFAULT” FÖR GREKLAND?

Marknaden kan i princip inte ”spekulera fram” en rekonstruktion. Så länge EMU/IMF tillhandahåller lån kan inte en likviditetsbrist utlösa en rekonstruktion. Istället är det ett politiskt beslut som kommer att fattas i samråd mellan Grekland, EU-kommissionen/EU-stater, IMF och ECB. Processen kan dock påskyndas genom att osäkerheten i det europeiska banksystemet framkallar en likviditetstorka som försvårar kreditförsörjningen, pressar tillgångspriser och får makroekonomiska implikationer.

23. VEM VINNER OCH VEM FÖRLORAR PÅ EN GREKISK SKULDREKONSTRUKTION?

Det finns inga vinnare på en grekisk skuldrekonstruktion. Grekiska hushåll och företag kommer att få ytterligare krav på sig för att få ordning och reda på statsfinanserna. Grekiska banker behöver nytt kapital (via nytt krislån från EFSF) och blir troligen nationaliserade. Även banker och pensionssystem ute i Europa som köpt grekiska statsobligationer, liksom ECB, kommer att förlora en del pengar. Förhoppningen är att förlusterna sprids på tillräckligt många händer så att stabiliteten inte äventyras i det finansiella systemet. Men analysen får inte vara statisk utan måste beakta systemdimensionen. Värt att notera är dock att många länder som tvingats till skuldrekonstruktion under t ex 1980- och 1990-talen relativt snabbt har kunnat återvända till ekonomisk tillväxt och den privata kapitalmarknaden.

24. KOMMER NÅGOT EURO-ZONELAND ATT ÖVERGE EURON?

Inget land kommer att tvingas lämna eurosamarbetet, men länder kan nå en punkt då de politiska vindarna blåser i en riktning som innebär att medborgarna helt enkelt kräver att få tillbaka sin ursprungliga valuta. Men att överge euron är ingen lösning på ett lands skuldproblem – en skuldrekonstruktion är fortfarande oundviklig också utanför euron. Vägen framåt går fortfarande via samarbete/problemlösning inom ramen för eurosamarbetet och med stöd av IMF och ECB.

25. MEN OM T EX GREKLAND LÄMNAR EURON I ALLA FALL – VAD HÄNDER DÅ?

Alla transaktioner samt tillgångar och skulder måste konverteras till en ny valuta (drachma?). Valutan får sannolikt ett värde som ligger minst 30 procent lägre än dagens ”grekiska euro” (Greklands konverteringskurs 2001 var 1 euro = 341 drachma). Det innebär att den privata sektorns skuld i euro ökar med 30 procent, vilket tvingar fram en helt nödvändig statlig skuldrekonstruktion samtidigt som många privata företag inte kommer att klara av sin skuldbörda. Hur Grekland väljer att utforma ett nytt valutasystem (fast eller rörlig växelkurs) återstår att se men att direkt gå över till flytande växelkurs är osannolikt – den nya valutan kommer rimligen att tappa kraftigt i värde och riskerar att ge allvarliga inflationsimpulser till landet. Statliga valuta/kreditregleringar införs som under en kanske 2-3 årig lång övergångsperiod styr finansiella och kommersiella transaktioner. Nya sedlar/mynt trycks och blir det officiella betalningsmedlet i Grekland. Det är dock en stor risk att grekernas förtroende för den nya valutan inte blir tillräckligt starkt och att euron blir ett slags parallellt skuggbetalningsmedel i landet. Den som haft en grekisk statsobligation denominerad i euro får sannolikt räkna med att få den nya valutan tillbaka när obligationen förfaller – det blir förmodligen för dyrt för den grekiska staten att låna upp i den nya valutan som sedan måste säljas för att köpa euro för att kunna amortera på statsskulden.

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.

26. VARFÖR HÅLLER SIG EURON SÅ FÖRHÅLLANDEVIS STARK?

Euron håller emot försvagningskrafter sannolikt tack vare den starka tyska ekonomin och förhoppningar att problem ska lösas steg för steg under kontrollerade former. US-dollarn, mot vilken euron oftast mäts, brottas också med problem kopplade dels den ekonomiska tillväxten och utsikterna för styrräntan, dels rädslan för att Fed ska trycka dollar, dels oron för att politiska baklåsningar i USA och att kongressen inte förmår lägga fram en trovärdig långsiktig saneringsplan för federala finanser.

27. HUR SER ASIEN PÅ EUROKRISEN?

Vårt intryck är att asiatiska centralbanker och statliga fonder (sovereign wealth funds) räds den politiska utvecklingen i Europa och hur eurokrisen ska lösas. Det ligger samtidigt i Asiens intresse att effekterna på efterfrågan blir så små som möjligt eftersom Europa är en viktig exportmarknad för Asien. Valet mellan att investera i euro eller dollar är som ett val (just nu) mellan pest och kolera. Men någonstans måste Asiens stora sparöverskott investeras och då blir det i både euro och dollar.

28. HUR SER USA PÅ EUROKRISEN?

Det ligger förstås också i USA:s, och hela världens, intresse att eurokrisen löses med minsta möjliga negativa effekter på den ekonomiska tillväxten och det finansiella systemet.

29 HUR PÅVERKAS EUROKRISEN AV NY OSÄKERHET KRING USA:S EKONOMI?

USA:s ekonomi står fortfarande för 20-25 procent av världsekonomin. En stabil återhämtning i USA ger tillväxtkraft till Europa och underlättar hanteringen av eurokrisen. Den ger också ett stöd till bl a aktiekurser. Att frågetecknen kring USA nu ökar försvårar förstås eurokrisens snara lösning.

30. ÄR VI PÅ VÄG MOT EUROPAS FÖRENTA STATER?

De åtgärder som Eurozonens stats- och regeringschefer enats kring det senaste året (t ex den Europeiska planeringsterminen, Euro plus-pakten, Europeiska krismekanismer) innebär en ökad koordinering och samordning av finanspolitiken. Vi står fortfarande ganska långt ifrån en fiskal union men det är intressant att notera ECB-chefen Trichets "önskan" om ett EU-gemensamt finansdepartement. Det är svårt att inte göra tolkningen att Eurozonens stater tar steg mot den politiska unionen. Men det tar tid och huvudfrågan är: *håller euromedborgarna med om den strategin och vägen framåt?* En utökad övergripande granskning och övervakning är nödvändig men ju mer detaljerad den blir desto mer kommer vissa länder att protestera. En viktig fråga är även vem som ska se till att regelverken följs; *ska det vara fortsatt 'peer-pressure' som i Stabilitetspakten, eller kommer kommissionen/ECB/ett EU-gemensamt finansdepartement få ökad makt?*

31. VILKEN ÄR EUROZONENS STÖRSTA UTMANING JUST NU?

Det gäller att hitta lösningar som tar systemgreppet och inte bara landar i brandkårsutryckningar. De politiska vindarna i många EU-länder – Tyskland, Spanien, Portugal, Frankrike, Finland, Österrike, Nederländerna, Italien – antyder ett växande förtroendegap mellan de folkvalda och väljarna. En förklaring är sannolikt att det är svårt för många att se helheten kring eurosamarbetet och vart EU är på väg när krispolitiken tar överhanden. Om politikerna inte antar den kommunikativa och pedagogiska utmaningen ökar risken för populistiska krafter som ger politisk osäkerhet. Men kanske är det så att Europas politiker inte heller riktigt vet i vilken riktning som eurosamarbetet är på väg.

32. HUR PÅVERKAS SVERIGE AV EUROKRISEN?

För Sverige finns en makroekonomisk och en finansiell koppling. Om oron påverkar europeiska hushålls konsumtion och företags investeringar kan tillväxten för Sveriges viktigaste exportmarknad påverkas negativt; 70-75 procent av total export går till Europa. Den finansiella kopplingen utgörs av risken för likviditetstorka i Europa och oro bland amerikanska banker att låna ut dollar p g a rädsla för okända förluster ute bland europeiska banker. Försämrade kreditlinor i Europa mellan banker kan försämra kreditförsörjningen och höja priset på pengar. Det kommer att påverka även Sverige.

33. HUR PÅVERKAS RIKSBANKSRÄNTAN AV EUROKRISEN?

Osäkerheten kring eurokrisen är ett problem för Riksbanken. Så länge inte ECB reviderar tillväxtutsikterna för eurozonen och/eller kreditlinorna mellan bankerna förblir oförändrade väntas Riksbanken fortsätta med försiktiga räntehöjningar de kommande mötena – men med mer prövande steg.

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.

34. KAN VERKLIGEN ECB FORTSÄTTA ATT HÖJA RÄNTAN?

ECB sitter i en rävsax. Räntan ligger i dag på 1,50 procent. En färsk analys från den amerikanska centralbanken Fed visar att euro-zonens kärnländer (t ex Tyskland) skulle behöva en styrränta på 3 procent medan krisländerna är i behov av en ränta på -4 procent. Gapet på hela 7 procentenheter visar ECB:s stora utmaning. Men ECB bedömer att mängden lediga resurser för valutaunionen som helhet är begränsad. Samtidigt visar det underliggande inflationstrycket tecken på att gradvis stiga. Bank for International Settlements BIS har varnat för att centralbanker kan behöva höja sina styrräntor från exceptionellt låga nivåer. Därtill finns det för mycket likviditet i systemet, ett s k likviditetsöverhäng, från perioden före den globala krisen. Små räntejusteringar uppåt äventyrar knappast krislösningar för euroländerna men kan – om de uteblir – tillföra ett nytt problem: inflation. För ECB innebär läget att ett flerfrontskrig måste föras: det ena utesluter inte det andra och att ränta höjs en gång till i år.

35. HUR PÅVERKAS DE LÅNGA SVENSKA RÄNTORNA AV EUROKRISEN?

Långräntenivån i Sverige bestäms av det globala läget och inhemska drivkrafter. Den nu närvarande osäkerheten kring den globala tillväxten, i kombination med minskad inflationsrädsla, pressar räntenivån nedåt. En uppenbar risk för högre räntor är kopplad till USA:s hantering av sina statsfinanser; en utebliven saneringsplan riskerar att påtagligt höja amerikanska långräntor – det kommer också att påverka andra nationella obligationsmarknader. De starka statsfinanserna i Sverige, i kombination med stor efterfrågan från bl a banker och centralbanker, pressar ränteläget nedåt. Fortsatt historiskt låga längräntenivåer är ett huvudscenario, vilket är bra för den ekonomiska tillväxten men utgör ett allt större problem för pensionsbolag som behöver leverera högre avkastning

36. HUR PÅVERKAS KRONAN AV EUROKRISEN?

Kronan har hittills stått emot eurokrisen bra trots Sveriges stora exportberoende till Europa och tillväxtrisker. I grunden har Sverige en i internationell jämförelse imponerande stark resultat- (budgetsaldo & bytesbalans) och balansräkning (statsskuld & utlandsskuld). Om osäkerheten stannar på en ”lagom” nivå kan kronan hålla emot ganska väl och stärkas ytterligare. Skulle krisen däremot eskalera blir det svårt för kronan att inte försvagas trots att den fortfarande är undervärderad mot euron.

37. HUR PÅVERKAS BÖRSEN AV EUROKRISEN?

Kombinationen starka företag, god intjäning och låga räntor ger aktiemarknaden motståndskraft mot den pågående eurokrisen. Tillväxtutsikterna för världen som helhet spelar en viktigare roll för kursutvecklingen framöver än den nu pågående omfördelningen av skuldsättning i Europa – bildandet av en slags transfereringsunion. Likväl är vägen till en skuldrekonstruktion för ett eller flera europeiska länder något unikt och omgärdat av stor osäkerhet, vilket hämmar aktiekursernas utveckling. Intrycket är att marknaden inte tagit systemdimensionen till sig och därför inte heller fullt ut prissatt konsekvenserna av problemen i Grekland – och de övriga euroländerna i kris. Det faktum att företagens överraskande starka optimism från i början av året nu som förväntat håller på att anpassas nedåt ger begränsat utrymme för generella positiva börsöverraskningar under återstoden av 2011.

38. EXTRAFRÅGA

Har du andra frågor kring eurokrisen, skicka ett mail till robert.bergqvist@seb.se så försöker vi sammanställa dessa tillsammans med möjliga svar och publicera dem så fort som möjligt.

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US.
Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.