Tankar kring en upplösning av euron samt 35 frågor & svar kring euron och dess framtid

MÅNDAG
2 JANUARI 2012

Robert Bergqvist
070-445 14 04
Håkan Frisén
070-463 8067
Johan Javeus
070-325 51 45

De senaste månaderna har oron kring eurons överlevnad ökat. Allt fler ser nu ett totalt sammanbrott för den gemensamma valutan som ett möjligt scenario t o m redan under 2012. Även om det ska understrykas att detta inte är vårt huvudscenario så har riskerna ökat. Därför är det rimligt att också fundera kring vad som skulle hända med ekonomin om det inträffade. Nedan görs ett försök att diskutera några aspekter av ett möjligt händelseförlopp vid en eurouppbrytning i 17 nygamla valutor. På sidan 3 och framåt har vi därutöver listat 35 frågor och svar kring euron och dess framtid. Håll tillgodo!

ETT ”ÖVERRASKANDE” SAMMANBROTT. Även om många antagligen kommer att ha förutsett att en uppbrytning av euron är den enda utvägen måste det politiska beslutet ändå komma som en överraskning. Att i förväg annonsera ett framtida datum för när detta ska inträffa, som man gjorde när euron skapades, är inte möjligt. Åren innan euron föddes konvergerade de ingående valutornas växelkurser successivt mot den centralkurs som senare blev konverteringskursen till euron och det fanns ingen grund för marknaden att spekulera mot dessa växelkurser. I dag finns däremot stora obalanser mellan länderna som successivt har byggts upp under 15 år. En förtidsannonsering skulle därför omedelbart ge upphov till enorma kapitalflöden bort från svaga länder med svaga banker till starkare länder med stabila banker. Dessa flöden skulle snabbt orsaka en finansiell härdsmälta, omöjlig att kontrollera. Beslutet, som alltså måste komma som en överraskning, kommer att föregås av ihärdiga politiska dementier till dess uppbrottet är ett faktum. Principen är densamma som när t ex Kjell Olof Feldt sa i tv 1982 att *”en devalvering ser jag som utesluten”* bara för att några dagar senare devalvera kronan med 16 procent. Överraskningsmomentet förutsätter ett stort hemlighetsmakeri som måste involvera bara ett fåtal beslutsfattare. Och när planen väl sätts i verket måste allt gå mycket fort. För att ändå få så mycket tid som möjligt kommer antagligen de politiska slutförhandlingarna ske under en helg då marknaderna är stängda. Efter att beslutet offentliggjorts behöver troligen marknaderna i Europa hållas helt stängda under ytterligare någon vecka för att banker och företag ska få extra tid att förbereda sig på den finansiella tsunami som sannolikt följer på beslutet.

UPPBROTTSBESLUTET I TRE PUNKTER. Samtidigt som politikerna tar beslutet om att lösa upp euron måste beslut också tas som ”spelreglerna” för den närmaste tiden efter uppbrytningen. Det man behöver bestämma och kommunicera kan sammanfattas i tre delar.

1. NYA VÄXELKURSER. Man måste besluta om vilka konverteringskurser som ska gälla mellan euron och de nya valutorna. Därtill måste man också få på plats ett tillfälligt växelkurssystem som ska styra hur de nya valutorna ska få fluktuera mot varandra under en övergångsperiod efter eurouppplösningen. Ett troligt inslag i ett sådant system är att använda eurons föregångare ecun, som var ett vägt snitt av ett antal EU-valutor, som en referensvaluta kring vilka de övriga rör sig. Ecun kan också användas för att omvandla alla kontrakt i euro som finns utanför Euro-zonen.

2. STÖD TILL BANKER. Politikerna måste också, i nära samarbete med IMF, sjösätta ett mycket omfattande stödpaket för banksystemet i Europa. Syftet är att alla sparare i alla länder ska kunna känna sig säkra att deras besparingar finns kvar när marknaderna öppnar. De starka staterna i norra Europa med Tyskland i spetsen kommer att kunna klara detta på egen hand medan de svaga länderna i Sydeuropa kommer att behöva hjälp från IMF. Den forcerade processen och komplexiteten i uppgiften gör dock att många frågor och detaljer kommer att lämnas obesvarade vilket leder till en stor osäkerhet i banksystemet den närmaste tiden efter upplösningen.

3. VALUTAREGLERINGAR. För att stabilisera läget behöver man vid sidan om ett räddningspaket för bankerna också införa strikta valutaregleringar och kapitalkontroller mellan länderna. Förväntningarna i marknaden kommer att vara att valutor som liran och drachman, trots de initiala nedskrivningarna, kommer att fortsätta försvagas kraftigt och att konverteringskurserna inte är långsiktigt hållbara. Utan strikta valutaregleringar kommer kapitalet därför att försöka lämna länderna i södra

Europa. Regleringarna möjliggör en lugnare och mer utdragen växelkursjustering. Även de starkare ekonomierna i norra Europa kan behöva valutaregleringar för att förhindra att deras valutor stärks alltför mycket alltför snabbt och därmed skapar ännu större problem för exportföretagen. Tyskland kan behöva agera på samma sätt som Kina som genom valutaregleringar har begränsat inflödet av utländsk valuta och därmed en förstärkning av yuanen. Givet målet att få en gradvis förändring av valutakurserna för att underlätta anpassningen för företag och hushåll så kommer regleringarna att behöva vara på plats under många månader snarare än bara några veckor.

LEHMAN II ELLER LEHMAN X 2? En tid av stor finansiell osäkerhet i kombination med införandet av hårda kapitalregleringar kommer att vara negativt för tillväxten på kort sikt. Kapitalregleringarna försvårar transaktioner över gränserna och blir ett stort problem för handeln mellan länderna i Eurozonen. Även exporten i länder utanför Eurozonen som exporterar till Europa drabbas negativt. Osäkerheten i banksystemet kommer att vara stor trots de statliga garantierna och banker kommer troligen att vara mycket försiktiga med att låna ut pengar tills läget klarnat och man vet var de största problemen och riskerna finns. Erfarenheterna efter Lehmankollapsen visar att det tog mycket längre än väntat att reda ut riskexponeringen. Företagen kommer också att värna om att ha så stora buffertar som möjligt för att säkerställa att man kan hålla verksamheten gående utan att förlita sig på ett normalt fungerande banksystem. Behovet av buffertar och en stor oro för den framtida efterfrågan gör att företagen i möjligaste mån lägger investeringsprojekt på is vilket ger upphov till ett kraftigt investeringsfall med stor negativ inverkan på tillväxten. Kombinationen av försiktiga banker och defensiva företag gör risken överhängande för att företagen kommer att drabbas av stora orderavbokningar på samma sätt som efter Lehman. Även hushållen kommer att välja att hålla betydligt hårdare i plånboken tills läget stabiliserats. Det gör att konsumtionen faller. Sammantaget resulterar allt detta i en förlamning och tvärnit för ekonomin.

DJUP RECESSION MEN HUR LÅNGVARIG? Tvärniten gör att Europa går in i en djup recession direkt efter euroupplösningen. Nedgången kommer att vara tillräckligt kraftig för att även dra ned resten av världen i recession, om än mildare än i Europa. Risken är stor att recessionen i EMU blir både djupare och längre än den blev efter finanskrisen. Samtidigt är inte allt nattsvart. I takt med att dammet börjar lägga sig och situationen återigen går att överblicka kommer osäkerheten att minska och då kommer också efterfrågan att börja återhämta sig. En viss catch-up-effekt kan man också hoppas på då både företag och hushåll gått på sparlåga under en tid. Men hur snabb återhämtningen blir är omöjligt att säga. Dessutom kommer återhämtningen säkert att se olika ut i olika länder. Länder med en relativt stor exportsektor, som Italien och i ännu högre grad Irland, kommer att återhämta sig snabbare medan tillväxtproblemen för ett land som Grekland med en mycket liten exportsektor kommer att ligga kvar längre. Tyskland kommer antagligen få en långsammare återhämtning givet att landets stora exportsektor pressas av en allt starkare D-mark och svag efterfrågan i resten av Europa. På kort sikt finns det inte många vinnare på att euron försvinner men dollarn är nog undantaget. Med euron borta kommer dollarn under många år framöver åter vara ohotad som världens enda riktiga reservvaluta.

KAN EN UPPBRYTNING GÅ SMIDIGARE? Även om mycket talar för att en uppbrytning av euron kommer att skapa stora konvulsioner så ska man inte helt utesluta att det skulle kunna gå betydligt smidigare. Eftersom mycket av problemen efter en kollaps härrör från en ökad osäkerhet blir marknadens förmåga att hantera den osäkerheten viktig när man ska uppskatta de negativa konsekvenserna. Det faktum att vi befunnit oss i ett nästan konstant kristillstånd de senaste fyra åren har givit många aktörer ett förhöjt "immunförsvar" mot osäkerhet och kriser. Företag, banker investerare och hushåll har gång på gång tvingats inse att händelser som från början framstod som mycket osannolika senare visat sig bli verklighet. De negativa effekterna av en kris blir alltid störst efter en lång period utan kriser då alla invaggats i en falsk säkerhet. Så var tillståndet i ekonomin och på finansmarknaderna innan Lehman men man kan knappast hävda att det är tillståndet idag. Efter fyra år av kris är det med andra ord en samling rätt luttrade banker, investerare, företag, hushåll, politiker, centralbanker och internationella organisationer som skulle sättas att hantera ett eventuellt eurosammanbrott.

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.

35 frågor & svar om euron och dess framtid

2012: nytt år med gamla och nya utmaningar. Vi har i denna del av *Veckans tanke* gjort en uppdatering av det aktuella euroläget och sammanställt frågor och tänkbara svar om valutans framtid. Osäkerheten är mycket stor kring alla de olika ekonomiska, finansiella och politiska frågor som är kopplade till eurosamarbetet. Svaren bör därför i flera fall ses som tänkbara scenarier av olika möjliga utfall.

☆ 1 HUR MÅR EUROSAMARBETET SÅ HÄR PÅ TRÖSKELN IN I 2012? Läget är fortfarande instabilt och allvarligt. Krisuppgörelsen från 8-9 december, med bl a en ny finanspolitisk pakt och en påfyllnad med ca 200 miljarder euro av IMF:s kassa för krislån till bl a euroländer, har ännu inte kommit i mål. Tiden går. Löften och deadlines för att uppnå resultat har brutits flera gånger. Decemberuppgörelsen är inte bara ofullständig. Den lider även brist på enighet om detaljer. Är vi närmare en lösning i dag jämfört med för ett år sedan – eller har världen nu helt enkelt förstått djupet i problemen?

☆ 2 MEN VI HAR VÄL TAGIT NÅGRA STEG FRAMÅT? Vi har att göra med stora och tidskrävande problem. Höstens alla krismöten visar visserligen på viss ökad probleminsikt men vi är fortfarande långt ifrån en permanent och trovärdig krislösning. Aktörer av olika slag verkar underskatta och förneka europroblemens komplexitet och interaktion. Eurosamarbetet och dess kollektiva beslutskraft kommer att fortsätta prövas under 2012 i en miljö med ekonomisk, finansiell, politisk och institutionell osäkerhet. Saknaden är stor efter åtgärder som löser grundproblemen, inte bara flyttar dem in i framtiden.

☆ 3 VARFÖR ÄR DET SÅ SVÅRT ATT KOMMA ÖVERENS? Eurokrisen är inte endimensionell utan mångdimensionell, med stora politiska och demokratiska inslag och effekter. Länderna brottas med ett pärlband av huvud- och följdproblem: ❶ konkurrenskraftskris, ❷ tillväxtkris, ❸ ungdomsarbetslöshetskris, ❹ skuldkris, ❺ likviditetskris, ❻ ledarskapskris, ❼ visionskris, och ❽ euroinstitutionskris. Därtill: europroblembubblan är en delmängd i en global problembubbla som präglas av stora obalanser och ett sökande efter det nya ekonomiska, finansiella och geopolitiska landskapet. Även om politikerna förstår problemet kan det vara svårt att få stöd på hemmaplan för stora omvälvande beslut.

☆ 4 KRISLÄNDERNAS RÄNTENIVÅER HAR JU ÄNDÅ KOMMIT NED? Krisländernas regeringar har levererat en hel del åtstramningspaket, men osäkerheten kvarstår kring genomförande och uthållighet. Nu ligger fokus på Europas centralbanker med ECB i spetsen som ska använda sina balansräkningar för att indirekt hjälpa krisstater: *dels* får Internationella valutafonden IMF tillgång till kapital som redan finns i centralbankernas valutareserver för vidareutlåning till länder med likviditetsproblem, *dels* erbjuder ECB i två olika treårslån obegränsat med likviditet till bankerna (kapital som kan täcka kommande låneförfall, och därmed motverka en kreditkontraktion, eller användas till köp av statspapper).

☆ 5 VAD ÄR VIKTIGT ATT HÅLLA ETT ÖGA PÅ DEN NÄRMASTE TIDEN? Januari blir en viktig månad. Grekland ska inom ett par veckor ha slutfört sina förhandlingar med internationella banker om skuldnedskrivning. Grekland ska också upp till ny utvärdering för nästa låneutbetalning; sannolikt är målet att Eurogruppens möte den 23 januari ska kunna ta ställning till IMF/ECB:s greklandsanalyser. Just nu ser utvecklingen inte bra ut. Ett toppmöte mellan Tysklands Merkel och Frankrikes Sarkozy beräknas äga rum den 9 januari. Den 30 januari hålls ett extrainsatt EU-toppmöte med fokus på jobben. Den 25-26 februari träffas G20-kretsens finansministrar och centralbankschefer och i början av mars förväntas EU-toppmötet ta slutlig ställning till bl a den nya finanspolitiska pakten. Därtill bör fokus också ligga på Italiens och Spaniens stora statslåneförfall första kvartalet på runt 150 miljarder euro. Läget är således uppenbart fortsatt besvärligt – räkna med osäkerhet den närmaste tiden.

☆ 6 AGERAR ECB ENLIGT REGELBOKEN? Det är en tolkningsfråga. Svaret blir både ja och nej. En centralbank ska vidta åtgärder som främjar stabiliteten i det finansiella systemet. ECB:s penningstöd minskar bankernas likviditetsrisker och därmed risken för solvensproblem. Men om tanken är att ECB-systemet ska använda både valutareserver och nyskapade euro för att via IMF och Europas banker finansiera budgetunderskott och statsskuldsförfall går EMU på tvärs med Maastrichtfördraget. Och IMF:s roll är i detta sammanhang självklar: IMF ska stötta länder, inte valutor.

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.

☆ 7 KOMMER ECB-PENGARNA EKONOMIN TILLGODO? Det är skillnad på pengar och pengar. Vi ser nu en explosionsartad utveckling av ECB:s balansräkning (+50 procents ökning under 2011). ECB kan skapa likviditet som säkrar att banksystemet fungerar. Det är ett nödvändigt smörjmedel. Men ekonomins aktörer, t ex företag, behöver mer långfristigt och riskvilligt kapital. Det är banksystemets uppgift att omvandla ECB-likviditeten till utlåningskapital. Men osäkerhet kring konjunktur, nya regelverk, risk för nya skuldnedskrivningar och upprivna avtal (t ex det som träffades 21 juli med banksektorn) minskar bankernas vilja att låna ut kapital. Det förklarar också – utan egentlig dramatik - varför banksystemets inlåning i ECB ökar nästan lika mycket som ECB har ökat sin utlåning till bankerna.

☆ 8 MEN UPPENBART FUNGERAR JU TAKTIKEN? Centralbankspengar löser inte eurozonens huvudproblem - konkurrenskraften, tillväxten och solvensen - men ger tid för politikerna att leverera hållbara lösningar. Om statsräntorna kommer ned minskar pressen mot redan stora budgetunderskott. Eurons fem krisländer (GIIPS) har ett refinansieringsbehov för 2012 på ca 500 miljarder euro. Placerare väntas återinvestera en del av de förfallande lånen. Använder bankerna ECB:s båda treårslån (nästa lånetillfälle i februari) till köp av statspapper, samtidigt som IMF utnyttjar sin förstärkta kriskassa (200 miljarder euro) och krismekanismerna EFSF/ESM mobiliseras, kan detta täcka det statliga lånebehovet 2012. Men vad händer efter 2012? Då måste den globala kapitalmarknaden ha återöppnats för GIIPS.

☆ 9 VAD HÄNDER MED KRISMEKANISMERNA EFSF OCH ESM? Eurozonens båda krismekanismer EFSF (tillfällig) och ESM (permanent) har inte visat sig t ex genom försäkringslösningar kunna skapa vare sig tillräckligt med utlåningskapacitet eller en trovärdig konstruktion. Denna politiska insikt har suttit långt inne. Nu kommer ESM att sjösättas redan i sommar och ha en utlåningskapacitet på 500 miljarder euro. En del av dessa pengar är redan öronmärkta för Grekland, Irland och Portugal. Finland stretar emot ESM-förslaget då det innebär att dess röst inte kommer att spela någon roll i händelse av att ESM behöver mer kapital (beslut ska fortsättningsvis tas med kvalificerad majoritet).

☆ 10 VARFÖR SJUNKER INTE RÄNTENIVÅERNA MER TROTS ECB:S AGERANDE? Det finns sannolikt ett behov bland globala investerare att fortsätta minska innehavet av eurostatspappersrisk. Visserligen kan statspapper användas av banker för att få tillgång till ECB-likviditet, men marknaden söker efter en aktör som är villig att ta över en del av innehavet p g a en generellt förhöjd ränte-, likviditets-, kredit- och valutarisk (om något händer med euron). ECB kan göra detta genom sin penningpolitiska värdepappersportfölj men föredrar att ha mellanhänder (banker och/eller IMF). Därigenom ska inte kopplingen mellan ECB:s balansräkning och statsskulden i olika länder uppfattas som lika stark.

☆ 11 TYSKLAND OCH FRANKRIKE VERKAR KOMMA BRA ÖVERENS? Men politiska bedömare beskriver förhållandet mellan Tysklands Merkel och Frankrikes Sarkozy som en ”hund-katt-relation”, två ledare som måste samarbete för att leda utvecklingen framåt men vars munnar – och ansiktsuttryck – inte riktigt talar samma språk. Medan Frankrike vill ha eurokollektiva, skattebaserade lösningar och inte har samma restriktioner på centralbankernas roll/agerande ser Tyskland att problemen i första hand ska lösas på nationell nivå och att centralbankens och statens balansräkningar ska hållas tydligt åtskilda för att värna prisstabilitet. EU:s ledare tycks bitvis famla i ett visionslöst ingenmansland: att å ena sidan bära arvet från sina föregångare om EU och fredstanken och å andra sidan anpassa EU till nya globala förhållanden. Det går inte att blunda för tanken att euron och alla regelverk bygger in växande spänningar i systemet, vilka i slutänden istället riskerar att hota EU som fredsprojekt.

☆ 12 VAD INNEBÄR DEN FINANSPOLITISKA PAKTEN? Det handlar i korthet om en mellanstatlig överenskommelse som ska framkalla bättre finanspolitisk disciplin inom eurozonen och där böter automatiskt (i olika steg) ska kunna delas ut. Finanspolitiska regelverk med bl a krav på balanserad budget ska lagfästas (helst i grundlagen) i varje land. Ökad överstatlighet och samordning och koordinering av statsbudgetar i olika länder är att räkna med framöver, t ex inom skatteområdet. Ökad finanspolitisk disciplin och ökad trovärdighet för stabila statsfinanser är positivt men kan i vissa fall kanske också utgöra en alltför hård tvångströja för enskilda länder samtidigt som länderna fortfarande har olika förutsättningar medan penning/valutapolitiken är fastlåst. Därigenom ökar behovet av att det finns resurser för enskilda länder att tillgå på EU-nivå för att, under en övergångsperiod, underlätta nödvän-

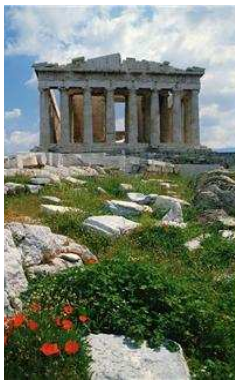
This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is 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.

diga anpassningar till ökad harmoniserad ekonomisk och finansiell utveckling inom eurozonen.

☆ 13 KOMMER PAKTEN ATT FUNGERA? Den gamla Stabilitets- och tillväxtpakten överträddes vid ett 60-tal tillfällen. Det innebär att det finns ett förtroendemässigt underskott som måste täckas innan pakten kan få trovärdighet. Problemen hittills har egentligen inte varit själva konstruktionen eller tekniken för regelverken utan viljan och den politiska uthålligheten att efterleva dem.

☆ 14 KOMMER SVERIGE OCH STORBRITANNIEN STÅ UTANFÖR PAKTEN? Det är logiskt för dessa båda länder att stå utanför pakten. Motivet till att skapa den nya pakten är att stabilisera situationen för euron genom ökad koordinering, samordning och kontroll av enskilda länders statsfinanser. Lite förenklat: det handlar om att E:et i EMU måste utvecklas för att undvika en haltande valutaunion. Förhandlingarna kring paktinnehållet fortsätter och Sverige och Storbritannien väntas vara med vid de kommande diskussionerna. Därefter kan länderna ta slutlig ställning till deltagande nu eller senare. I dagsläget förefaller det dock logiskt att stå utanför så länge båda länderna säger nej till euron. Den brittiska positionen har varit mindre kompromissvillig än den svenska. En central fråga är hur olika EU-institutioner ska användas framöver för både EU och EMU. Det finns en risk att det vi ser verkligen leder till en uppdelning av EU och frågan kan ställas på sin spets: *Ska Storbritannien kvarstå i EU?*

☆ 15 HAR FÖRSLAGEN OM EUROBONDS OCH FINANSSKATT FÖRSVUNNIT? De är fortfarande kvar på agendan men är satta att utredas ytterligare och kan komma att diskuteras vid EU-toppmötet i början av mars. De båda frågorna är prioriterade av EU-kommissionen men har hittills inte haft lika stort och brett stöd bland medlemsländerna. Medan skatten rimligen är svårgenomförbar på EU/EMU-nivå är stegen mot eurobonds mer rimlig. Men frågan är för tidigt väckt. Det behövs ytterligare fördjupning av den finanspolitiska kontrollen och koordineringen innan eurobonds kan sjösättas.



☆ 16 VAD HÄNDER I GREKLAND? De statsfinansiella kurvorna pekar fortfarande i fel riktning. IMF konstaterar i sin senaste analys (13 december) att den grekiska ekonomin ännu inte har nått botten utan att fallet fortsätter, att budgetunderskotten blir större än vad tidigare prognoser antytt, att en kreditkontraktion pågår och att reformpolitiken går långsammare än väntat. Mycket tyder också på att det fortfarande saknas probleminsikt och ansvarstagande i det grekiska politiska systemet för en nödvändig saneringspolitik. Sannolikt räcker inte heller en 50-procent nedskrivning av den privata sektorns fordran på Grekland. Landet förefaller just nu vara på fel väg, trots införandet av teknokratregering under Papademos ledning. Nyval förväntas äga rum i slutet av april eller i början av maj.

☆ 17 VAD HÄNDER MED DEN GREKISKA SKULDNEDSKRIVNINGEN? Förhandlingarna är inte avslutade mellan grekiska staten och bankerna om en ca 50-procentig skuldnedskrivning. Den privata sektorns involveringsgrad (PSI) är viktig för att landet ska nå statsskuldsmålet 120 procent av BNP 2020. Även om Grekland missar målen kortsiktigt och uppgörelsen med bankerna havererar måste omvärlden hjälpa Grekland. Ingen vill ta på sitt samvete att ha knuffat Grekland in i en samhällelig kollaps.

☆ 18 ÄR DET TROLIGT ATT GREKLAND LÄMNAR EURON? Det är opinionen, inte politikerna, som i så fall driver fram beslutet för Grekland att lämna eurosamarbetet. Att Grekland lämnar euron är dock inte lösningen för vare sig Grekland eller övriga euroländer. Grekland måste gå vidare med sin sanering av statsfinanserna och reformpolitik, övriga euroländer med att ta ytterligare steg mot en transfereringsunion, fiskal union och i förlängningen en politisk union. Att Grekland lämnar euron gör kanske att eurozonen blir ekonomiskt mer harmoniserat men grundproblemen kvarstår oförändrade.

☆ 19 HUR GÅR DET FÖR EURONS ÖVRIGA "FYRA SVARTA FÅR"? Irland uppvisar den hittills mest positiva utvecklingen, trots en besvärande stor skuld, bl a tack vare exporten. Portugal liksom Spanien visar politisk probleminsikt, men konkurrenskraftsproblemen och ländernas totala skuldsättning är besvärande hög. Italien har bäst förutsättningar att bygga en skuldsanering på basis av starkare tillväxt, men det kräver en fast och uthållig hand från regeringen Monti när Italiens ekonomi går djupare in i recession under 2012. Dessvärre kommer i alla fall "tre får" – Italien, Spanien och Portugal – att tillföra valutaunionen utmanande osäkerhet också under loppet av 2012.

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.

☆ 20 KOMMER EURON ATT "ÖVERLEVA"? En sak är säker: den utvecklingen som vi har sett för eurosamarbetet under 2011 (främst hösten) kan helt enkelt inte fortsätta under alltför lång tid in i 2012. Prislappen för eurokrisen stiger. Optimisten säger att ökat krisläge ökar förutsättningarna för kraftfulla politiska beslut under 2012. Pessimisten konstaterar att eurofrågan innehåller så komplexa politiska och demokratiska dimensioner att det blir svårt att få till stånd beslut och förändringar. En kompromisslutsats är att det senaste halvårets utveckling knappast har ökat eurons möjlighet att överleva i sin nuvarande form, vilket ger anledning till ökad beredskap för att oväntade saker kan hända.

☆ 21 VILKA VAPEN ÅTERSTÅR FÖR ATT RÄDDA EUROSAMARBETET? Den viktigaste livlinan heter ECB (tillsammans med de 17 nationella centralbankerna). ECB-systemet har i princip obegränsade resurser att finansiera budgetunderskott och förfallande statsskulder. ECB:s kommunicerade ståndpunkt är glasklar: vi räddar inga stater. I praktiken är det exakt det som ECB gör: till skillnad från centralbanker som Bank of England och Federal Reserve köper ECB (direkt eller indirekt via IMF) statspapper för att sänka skuldräntor som stigit p g a trovärdighetsproblem. Men ECB löser självklart inte eurons grundläggande problem med bl a konkurrenskraften.

☆ 22 VILKA ÄR DET TRE VIKTIGASTE FÖRDELARNA MED ATT BEHÅLLA EURON? De är: ❶ Undvika konkurrensdevalveringar mellan euroländerna. ❷ Minska valutatransaktionskostnaderna för export- och importföretag. ❸ Framtvinga överstatliga kontrollsystem och påtryckningar.

☆ 23 VILKA ÄR DET TRE VIKTIGASTE FÖRDELARNA MED ATT ÅTERGÅ TILL 17 VALUTOR? De är: ❶ Öka ekonomisk-politisk flexibilitet. ❷ Reducera en del av de politiska spänningar som finns inbyggda i eurosamarbetet. ❸ Underlätta anpassningen till ett nytt globalt ekonomiskt/politiskt landskap.

☆ 24 KOMMER VI ATT FÅ SE DEN POLITISKA UNIONEN? Den politiska unionen innebär att länder med stor befolkningsstorlek får större inflytande än länder som i dag är starka genom sin ekonomiska utveckling. Tysklands BNP per capita uppgår till ca 36 000 dollar (82 miljoner invånare) medan Italiens, Spaniens och Greklands BNP per capita är ca 30 000 dollar (Portugal 23 000 dollar) med en total befolkning på 130 miljoner invånare. Således har den fortsatta integrationen och politiska utvecklingen en inbyggd Nord-Syd-spänning. En annan aspekt rör EU-utvidgningen. Turkiets BNP per capita (79 miljoner invånare) utgör bara en tredjedel av den tyska. I dag förefaller stödet saknas hos euromedborgarna för att ta ytterligare steg mot den politiska unionen (gemensam regering, parlament). Om alltför snabba steg tas mot nya maktstrukturer i Europa ökar risken för en politisk och demokratisk baksmälla. Detta kan i sig leda till en motvilja till djupare EU-engagemang.

☆ 25 VAD HÄNDER OM VI FÅR TILLBAKA 17 VALUTOR? Det troliga är att vi genom en omedelbar "realignment" (kursjustering) får 17 nationella valutor vars värden justeras i förhållande till varandra på ett sätt som motsvaras av åtminstone den konkurrenskraft som gått förlorad under de senaste 13 åren. Det innebär t ex att D-marken (ena ytterligheten) skulle stärkas med runt 20 procent i förhållande till dagens euro medan den grekiska drachman (andra ytterligheten) tappar lika mycket i värde. Samtliga 17 valutor tvingas in i växelkurssamarbetet ERMII och centralbankerna (sannolikt också de utanför euroområdet) ställer upp för att stabilisera valutamarknaden. Det fasta växelkurssamarbetet inom ramen för ERMII blir en övergångslösning. Ytterligare kursjusteringar kan ske på sikt på samma sätt som skedde efter sammanbrottet av Bretton Wood-systemet i början av 1970-talet. Rimligen inför Europa också valutaregleringar och kapitalkontroller.

☆ 26 KAN ECUN ERSÄTTA EURON? Ecun var fram till 31 december 1998 en europeisk räkne- och valutaenhet som består av en korg av valutor i EU:s medlemsstater. Ecun kan återintroduceras och består då av de 17 euroländernas valutor. Vikterna bestäms utifrån storleken på de ingående ekonomiernas storlek. Ecuns värde kan också komma att stabiliseras mot de större världsvalutorna som t ex dollarn, pundet, yenen och yuanen med hjälp av G20-kretsens länder.

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.

☆ 27 VILKA VARNINGSLAMPOR FÅR INTE LYSA RÖTT? Följande parametrar bör hållas under uppsikt för att avgöra om eurosamarbetet är utsatt för ökande spänningar: ❶ Makromiljön; ☑ arbetslöshet, ☑ konsumentförtroende, ❷ Politik; ☑ opinionsmätningar – EU-sympatier, ❸ Finansmarknad; ☑ tyska statsskuldväxelräntan, ☑ EUR/USD, ☑ aktiemarknaden i GIIPS-länderna, ❹ Kapitalströmmar; ☑ ECB:s balansräkning och stödköp, ☑ penningmängd, ☑ inlåningskonton hos GIIPS-ländernas banker, ❺ Migration; ☑ utvecklingen i GIIPS-länderna.

☆ 28 VARFÖR FALLER EURON INTE MER I VÄRDE? Euron är i kris, en annorlunda valutakris. Det finns tre möjliga förklaringar till varför euron inte försvagats mer: ❶ En stor del av de portföljförändringar som äger rum inom eurozonen sker mellan de 17 euroländerna. Därmed påverkas inte valutarisken. ❷ En global förvaltare kan låta sin ränteportfölj utesluta valutarisk; eventuell exponering i valutamarknaden hanteras i stället i aktieportföljen. Om inte viktningen mellan räntor och aktier ändras påverkas inte heller valutan vid förändringar i ränteportföljen. ❸ En aktör som helst inte ser en alltför stark dollar är Kina, vars valuta yuanen har en koppling till just dollarn. Genom sitt sätt att hantera den egna valutareserven kan Kina också påverka utvecklingen för EUR/USD.

☆ 29 HUR ALLVARLIGT ÄR ETT EUROSAMMANBROTT? Det hela skulle förstås vara en unik händelse med många osäkra komponenter. Huvudfokus ligger på tillväxteffekterna och hur den ekonomiska politiken (och eventuella regleringar och kapitalkontroller) i olika länder kommer att anpassas till det nya läget. I det kortare perspektivet är risken stor att investeringar och konsumtion avstannar, med stort tillväxtfall och börsoro som följd. Det är viktigt att osäkerheten reduceras snabbt kring hur valutaeffekter slår på t ex den privata och offentliga sektorns balansräkningar. Lärdomen från valutasammanbrottet i början av 70-talet är dock att osäkerheten snabbt kan försvinna och framtidstron återvända. Men det globala ekonomiska och finansiella systemet kommer att sättas på svåra prov.

☆ 30 VAD HÄNDER MED OMVÄRLDENS TILLGÅNGAR I EUROOMRÅDET? Man kan göra överslagsberäkningar. Omvärlden äger tillgångar i eurozonen till ett värde av 16 600 miljarder euro, fördelade på 3 800 miljarder i företag, 7 700 i värdepapper och 5 100 miljarder i bl a traditionell utlåning. Dessa tillgångar kommer att omvandlas till tillgångar i 17 valutor. Att äga tyska tillgångar är förstås en fördel, då dessa väntas stiga med 20 procent i värde. Grekiska tillgångar blir ca 20 procent mindre värda.

☆ 31 VAD BEHÖVS FÖR ATT EUROSAMARBETET SKA KUNNA RÄDDAS? Den som behövs just nu är att politikerna tydliggör de olika alternativ som eurosamarbetet och EU står inför och vilka konsekvenser dessa har för den fortsatta ekonomiska, finansiella, politiska, institutionella och demokratiska utvecklingen. Därigenom minskar, oavsett vägval, risken för en politisk och demokratisk baksmälla. Därutöver välkomnas förstås också globalt samarbete och att länderna inom G20-kretsen bistår med stöd för att lösa inte bara de globala obalanserna utan också problemen inom eurosamarbetet. Men huvudansvaret för att lösa problemen ligger fortfarande hos de enskilda staterna.

☆ 32 HUR SER RESTEN AV VÄRLDEN PÅ PROBLEMEN I EUROZONEN? De flesta signaler antyder att t ex USA och resten av världen visar en vilja att hjälpa till men att man fortfarande tvekar kring frågan om euroområdet ska lycka ta tag i sina egna problem och lösa dem. Men globala problem - och euron är ett sådant för tillfället – kräver globala lösningar.

☆ 33 HUR PÅVERKAS SVERIGE? Effekten går via en exportkanal och finansiell kanal. Då tillväxten i Europa väntas bli negativ påverkas exportindustrin negativt, även om våra överslagsberäkningar visar att kronan sannolikt försvagas mot D-marken. Eurozonens finansiella system kommer att utsättas för påfrestningar, men det är rimligt att anta att nationella banksystem för vittgående statliga garantier vilket därmed minskar risken för spridningseffekter. En förhoppningsvis kortvarig tillväxtsvacka kan kompenseras genom en mer expansiv ekonomisk politik från Riksbank och regeringen men det är avgörande för svensk ekonomi att osäkerheten i Europa försvinner och att tillväxten återvänder.

☆ 34 HUR PÅVERKAS SVENSKA EUROPLACERINGAR? Sverige äger totalt 3 280 miljarder i utländska värdepapper, varav 1 070 miljarder i räntepapper. Av dessa återfinns 475 miljarder i euroområdet.

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.

Fördelningen mellan euroländer innebär att om kronan antas vara stabil i förhållande till euron ökar innehavets värde via valutaeffekten med ca 30 miljarder vid ett eurosammanbrott. Det kan tillkomma en värdeeffekt via aktiemarknaden. Av totalt innehav av utländska aktier på 2 210 miljarder återfinns ca 880 miljarder i eurozonen (varav 500 mdr i Luxemburg). Här är det i första hand effekterna på den ekonomiska tillväxten och genomslag på olika aktiemarknader som ger effekten på värdet. Drygt 5 procent finns i Tyskland, som får den största apprecieringen. Men siffran underskattas av det faktum att så stort innehav finns i Luxemburg som återinvesterar i andra europeiska marknader (även den svenska). Slutsatsen blir att ett eurosammanbrott inte entydigt har en negativ effekt på det innehav av värdepapper som Sverige har i utlandet, men nettoeffekten är svår att uppskatta.

☆ 35 HUR KAN MAN SAMMANFATTA LÄGET FÖR EURON? Läget för euron är osäkert, ovisst och historiskt. Känslan är närvarande att 2012 blir ett avgörande år för euro- och EU-samarbetet. Många och svåra politiska beslut återstår att fatta i en ekonomiskt besvärlig miljö. Det går inte att svara enkelt på frågan om euroländerna och övriga 10 EU-länder har den politiska och demokratiska ”jordmånen” att lösa problemen. Är vi på väg mot Europas förenta stater? Regeringar i Europa har under nyåret varnat för ett utmanande 2012. Det bästa råd som kan ges är att fortsätta tänka det otänkbara.

☆ ☆ ☆

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.